ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

1/2021

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Direttore **FRANCESCO DENOZZA**

G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 1/2021

Orizzonti del Diritto Commerciale

1/2021

Editor-in-chief/Direttore responsabile:

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Editorial Board/Direzione scientifica

Pierre-Henri Conac – *Université du Luxembourg*
Jorge Manuel Coutinho de Abreu – *Universidade de Coimbra*
Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*
Stefan Grundmann – *Humboldt-Universität zu Berlin & European University Institute*
Carlo Ibba – *Università degli Studi di Sassari*
Jonathan Macey – *Yale Law School – Yale University*
Marco Maugeri – *Università Europea di Roma*
Vincenzo Meli – *Università degli Studi di Palermo*
Massimo Miola – *Università degli Studi di Napoli Federico II*
Andrea Perrone – *Università Cattolica del Sacro Cuore*
Serenella Rossi – *Università degli Studi dell'Insubria*
Giuliana Scognamiglio – *Sapienza Università di Roma*
Giovanni Strampelli – *Università Bocconi, Milano*
Ruggero Vigo – *Università degli Studi di Catania*

Editorial Staff/Redazione scientifica

Alessio Bartolacelli – *Università degli Studi di Macerata*
Ilaria Capelli – *Università degli Studi dell'Insubria*
Elisabetta Codazzi – *Università degli Studi dell'Insubria*
Chiara Garilli – *Università degli Studi di Palermo*
Carmen Herrero Suárez – *Universidad de Valladolid*
Corrado Malberti – *Università degli Studi di Trento*
Alessio Scano – *Università degli Studi di Sassari*
Alessandra Zanardo – *Università Ca' Foscari Venezia*

Referees/Revisione scientifica

Niccolò Abriani, Filippo Annunziata, Gaia Balp, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Renzo Costi, Gastone Cottino, Emanuele Cusa, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Aurelio Mirone, Paolo Montalenti, Mario Notari, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Giuseppe B. Portale, Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Luigi Salamone, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Vittorio Santoro, Davide Sarti, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Antonio Serra, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Alberto Urbani, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari, Roberto Weigmann.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista ODC

Direttore Francesco Denozza

1/2021

G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2021 - Orizzonti del Diritto Commerciale - Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Iscrizione al R.O.C. n. 25223
Rivista in open access http://www.rivistaodc.eu

ISSN 2282-667X

Direttore responsabile: Francesco Denozza

Direzione e Redazione (presso la sede dell'Associazione)
Piazzale Aldo Moro n. 5, 00185 - Roma
email: redazione@orizzontideldirittocommerciale.it

Produzione e distribuzione: G. GIAPPICHELLI EDITORE
Via Po, 21 – Torino – Tel. 011-81.53.111 – Fax 011-81.25.100

Pubblicato on-line nel mese di maggio 2021
ad opera di G. Giappichelli Editore.

Indice
Table of Contents

pag.

Saggi

CHRISTOPH G. PAULUS, *The new German preventive restructuring framework* 9
La recente legge tedesca sui quadri di ristrutturazione preventiva

FRANCESCO DENOZZA, *Lo scopo della società, tra* short-termism *e* stakeholder empowerment
Corporate purpose between short-termism and stakeholder empowerment 29

VITTORIO SANTORO, *La responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza creditizia nei confronti di risparmiatori e investitori. La giurisprudenza delle Corti europee*
The non-contractual liability of credit supervisory authorities towards savers and investors. The European Courts' case law 61

CARLO IBBA, *La* governance *del mercato dell'energia elettrica. Profili societari*
The governance of electricity markets. Corporate law aspects 87

SERENELLA ROSSI, *Il diritto della* Corporate Social Responsibility
The legal rules of Corporate Social Responsibility 99

MICHELE DE MARI, *La profilatura finanziaria algoritmica*
The algorithmic financial profiling 135

EMANUELA AREZZO, *The protection of second therapeutical use inventions in the practice of the European Patent Office* 181
La tutela delle invenzioni di secondo uso terapeutico nella prassi dell'Ufficio europeo brevetti

pag.

Temi e dibattiti di attualità

ELENA FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*
Participative financial instruments, innovative undertakings and s.r.l. SMEs: open issues 219

MARIA VITTORIA ZAMMITTI, Long-termism *e* short-termism *nella ricerca di strategie di sostenibilità*
Long-termism and short-termism in the promotion of sustainability strategies 255

ANDREA PALAZZOLO, *La nozione di controllo societario nel Codice Anti-mafia*
The notion of corporate control in the Anti-Mafia Code 275

Saggi

The new German preventive restructuring framework

La recente legge tedesca sui quadri di ristrutturazione preventiva

Christoph G. Paulus [*]

ABSTRACT:

For the first time, German law provides an instrument that is designed to prevent a debtor's insolvency. The collective pressure of the European Directive EU 2019/1023 and the particular needs resulting from the pandemic pushed the German legislator to act rapidly. This article gives an overview about the new Act and a bit of a cultural background in front of which the new instrument is to be seen and understood.

Keywords: preventive restructuring framework – German Law – transmission of european law

Per la prima volta, la legge tedesca fornisce uno strumento che è destinato a prevenire l'insolvenza del debitore. La pressione congiunta della direttiva europea EU 2019/1023 e delle speciali esigenze derivanti dalla pandemia ha spinto il legislatore tedesco ad agire rapidamente. Questo articolo fornisce una panoramica sulla nuova legge e un po' di background culturale utile ad esaminare e comprendere il nuovo strumento.

***Parole chiave**: quadri di ristrutturazione preventiva – diritto tedesco – attuazione del diritto europeo*

TABLE OF CONTENTS:

1. General remarks about Germany's attitude towards insolvency prevention. – 2. European Commonalities? – 3. The Statute (StaRUG). – 3.1. Early warning. – 3.2. Out-of-court negotiations. – 3.3. Restructuring plan. – 3.3.1. Contents and structure. – 3.3.2. Offer and acceptance of the plan. – 3.3.3. Technicalities. – 3.3.4. Conclusion. – 3.4. The tool box. – 3.4.1. Formali-

[*] Prof. (em.), LL.M. (Berkeley); formerly Humboldt-Universität zu Berlin, now Associate Member of South Square, London, and of Counsel with White & Case, Berlin; e-mail: chrpaulus@t-online.de.

ties. – 3.4.2. Restructuring commissioner. – 3.4.3. Plan confirmation. – 3.4.4. Judicial voting. – 3.4.5. Pre-check. – 3.4.6. Stabilisation. – 3.4.7. Notification. – 4. Concluding remarks.

1. *General remarks about Germany's attitude towards insolvency prevention.*

The Germans used to be (and still are) quite strict in their attitude towards doing business and insolvency: these are two separate areas and they are divided by a Rubicon. Even more than 20 years after the introduction of the German version of the US Chapter 11-proceeding in the Insolvenzordnung (Insolvency Ordinance, InsO) the sentiment of the stigma of insolvency is still quite wide-spread and strong. This might have to do, among others, with a simple linguistic fact: The German words "Schuld, schulden, überschuldet, etc." have entirely different connotations than their foreign counterparts such as obligation, dette, deuda oder impegno. The German words are synonymous with the English word guilt (it: la colpa) and are, thus, linked with what the anthropologist *Ruth Benedict* [1] has discovered as being formative for our culture group – the guilt cultural background. Different from a shame culture surrounding is the burden of carrying a guilt with you shattering even if nobody knows. Given the enormous influence of the language on our thinking [2], it becomes explicable why non-German politicians complain when discussing debt issues with Germans that it turns right away into „moral philosophy" [3].

Under these circumstances it is of only limited help to point at the greater picture of why it is nowadays indispensable to introduce a rescue option into insolvency law [4]. This has to do with what the economic historians describe as the dawning tertiary economic sector, i.e. the service economy. Here, insolvency law's traditional liquidation instrument of selling the debtor's assets and to

[1] *The Chrysanthemum and the Sword – Patterns of Japanese Culture*, 1947.

[2] The discussion about the connection between language and thinking began (in Germany) with *Johann Gottfried Herder* (1744-1803) and *Wilhelm v. Humboldt* (1767-1835) but was boosted by *Benjamin Lee Whorf*'s (1897-1941) dissertation on the language of the Hopi Indians (Language, Thought, and Reality) and is discussed still today; cf. G. DEUTSCHER, *Im Spiegel der Sprache – warum die Welt in anderen Sprachen anders aussieht*, 2014, 148 ff.; H. GIPPER, *Gibt es ein sprachliches Relativitätsprinzip? Untersuchungen zur Sapir-Whorf-Hypothese*, 1972.

[3] It was allegedly the Italian Prime Minister Mario Monti who said this.

[4] On this, cf. C.G. PAULUS, *Ausdifferenzierungen im Insolvenz– und Restrukturierungsrecht zum Schutz der Gläubiger*, in *Juristenzeitung (JZ)*, 2019, 11 ff.

distribute afterwards the proceeds among the creditors does not really help the creditors; since the really valuable assets are no longer 'mobilia, immobilia et nomina' [5] (which the ancient Roman jurists have taught us to transform into money by means of a sale) but 'knowhow, goodwill, charisma' etc. These goods are dependent on the debtor's involvement so that creditors can monetarize them only with the debtor's help; that is why we have turned from killing the debtor – most famously by the Twelve Table legislation from 450 BC – 180 degrees to helping him to come back into business.

And yet, despite all these obstacles, Germany has enacted an insolvency avoidance mechanism which entered into force on Jan. 1, 2021. This is the result of the power of the combination of "the capital market" plus the present pandemic. Until last year, the dominant understanding has been that involuntary impairments of creditor rights were permissible only within an insolvency proceeding due to constitutional reasons. This attitude was questioned, though, in the first decade of this century when some German firms started to shift their centre of main interests (COMI) from Germany to the U.K. in order to apply there the rather debtor-friendly CVA (companies'voluntary arrangement). Irritated by this perfectly permissible forum shopping, the Ministry of Justice invited thereupon a couple of experts from the U.K. and France to learn from them about the functioning of such pre-insolvency proceedings. As an inter-ministerial harassing fire did in those days the Ministry of Economics arrange a conference in which the pros and cons of a pre-insolvency proceeding were discussed [6].

But even this quite unique interference did not change the Ministry of Justice's attitude. It amended the insolvency code in 2013 by a moratorium-like entry proceeding, called "Schutzschirm" (protective umbrella) which, after max. three months, turns into a regular insolvency proceeding [7]. When in 2014, the EU Commission published its recommendation to all member states to enact a preventive restructuring framework, the general feeling in Germany was: we have it already! The pressure group behind this recommendation, though, was strong enough to push things further on. The capital market wanted to see better results so that, from 2016 on, Germany's and other member states' inactivity gave cause to the drafting of the Regulation EU 2019/1023 [8]. It has to

[5] Cf. D 42.1.15.2 (Ulp).

[6] On the results cf. C.G. PAULUS *et al.*, *Sanierung im Vorfeld von Insolvenzverfahren*, in *WM*, 2010, 1337 ff.

[7] It had by then become sort of popular for German firms to reschedule their debts by means of an English scheme of arrangement.

[8] On this Directive, cf. the commentary ed. by C.G. PAULUS, R. DAMMANN, *European Preventive Restructuring – an Article-by-Article Commentary*, 2021.

be transposed into national law until mid-2021, and it seemed for a while as if the Ministry of Justice in Berlin was willing to use this timespan in toto.

But then came the virus and the pandemic. The still not yet arrived but still expected insolvency wave of many businesses in combination with the federal elections in 2021 made it very urgent to offer an alternative to a regular insolvency proceeding – remember the abovementioned strength of the German inclination towards the insolvency stigma – which might help entrepreneurs without creating artificially zombies, i.e. companies which should be liquidated from an economic stance. Accordingly, the Ministry submitted to the public its draft bill in mid-September 2020 which was transformed into a governmental draft only some three weeks later and which was enacted on 1 January 2021. It runs under the name Statute on the Stabilisation and Restructuring Framework for Enterprises Act (henceforth StaRUG [9]).

2. *European Commonalities?*

Before describing the details of the new Act, one more aspect should be highlighted which has to do with the pan-European sluggishness and missed opportunities. For this, one has to step back for a moment and to look at the globe as a whole. There it becomes visible that there is something like a competition among (and sometimes within [10]) jurisdictions for becoming hubs for restructurings and insolvency cases [11]. The first competitor has been the U.S. with her Chapter 11 proceeding which was used by debtors on a worldwide scale – including Russia in the notorious Yukos case –; the U.K. was another one; and only recently Singapore discovered the chance and tries hard to become the hub for East Asia [12]. So, there are three competitors nicely spread

[9] Gesetz über den Stabilisierungs– und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen, Artikel 1 G. v. 22.12.2020 BGBl. I, p. 3256 (Nr. 66). The citations in this article refer to this statute if not otherwise indicated.

[10] In the U.S., the insolvency courts of the Southern District of New York, of Delaware, and now also Houston are competing for the big cases.

[11] On this, cf. C.G. Paulus, R. Dammann, *Präsidentielle Vorgaben und Symbiosen im Insolvenzrecht – Annäherungen zwischen Deutschland und Frankreich*, in *ZIP*, 2018, 249 ff.; Id., *La loi Pacte – Une Convergance Franco-Allemande en Marche Forceé*, in *Recueil Dalloz*, Paris, 2018, 248 f.

[12] On its scheme of arrangement cf. W.Y. Wan, C. Watters, G. McCormack, *Singapore Schemes of Arrangement: Empirical and Comparative Experience*, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3723104.

over the map of the world. It was one of those occasional historic happenstances that at the time when the U.K. decided to leave this group by cutting off all the EU-wide automatisms of recognition of private law court and insolvency decisions, the Commission in Brussels started the project of a European-wide Restructuring Framework. So, there would have been a chance to fill the gap torn by the Brexit through a Union-wide instrument. However, that is not how Europe functions. Instead, the Directive EU 2019/1023 offered almost 90 options for variations so that in the end it is to be assumed that there will be 27 different insolvency avoidance instruments. Like Europe as a whole, Germany, too, refrained from drafting a competitive Act; the so far only ones who are ready to step in for the U.K. are The Netherlands [13].

However, one commonality might come to light once all member states have enacted their transposition laws – namely, that there is a two-step approach to restructurings: the first takes place entirely out of court but in the shadow of the second, whereby the second, the official restructuring procedure serves as a threat through all the options granted by the Directive. Germany is insofar a perfect example: Until end of last year (2020) the negotiations between debtor and creditors for averting insolvency had been, as it were, handicapped as the (more or less) only bargain chip for the debtor had been to menace the creditors to file a petition for opening an insolvency proceeding. This is (and always has been) a kind of overkill since that proceeding is affecting all assets, all creditors, and the entirety of the business relationships. Now – with the insolvency avoidance procedure – things are different. Now, the debtor has as a bargain chip to threaten the selected creditors to make use of the new restructuring instrument without all these collateral damages of a regular insolvency proceeding [14]. Such threat is needed since in those out-of-

[13] On the new Dutch Wet Homologatie Onderhands Akkoord (WHOA) cf. T. BIL, *An Overview of the Upcoming Dutch Scheme*, in 33 *Insolvency Intelligence* (2020), 99 ff.; R.J. VAN GALEN, *Het Wetsontwerp Homologatie Onderhands Akkoord*, in *Ondernemingsrecht*, 39, 2020, 139 ff (in English translation by the author on file with the present author); J. BERKENBOSCH, S. PEPELS, *The Dutch Scheme is in Force: European Restructuring Practice on the Move! Inside Story*, January 2021, Insol Europe, available at: https://www.insol-europe.org/news/inside-stories; C. RINALDO, *Il salvataggio delle imprese in crisi: l'attuazione della direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza in germania e in olanda e prospettive per l'ordinamento italliano*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1508 ff.; C.G. PAULUS, *European and Europe's Efforts for Attractivity as a Restructuring Hub*, in *Texas International Law Journal*, forthcoming in 2021.

[14] On the criticism of this, cf. C.G. PAULUS, *Der Wandel von einem gläubigerzentrierten zu einem schuldnerzentrierten Sanierungsansatz unter dem StaRUG*, in *NZI Sonderbeilage*, 1, 2021, S. 9 ff.

court-negotiations the unanimity principle of the general contract law prevails; only when and if all creditors give their consent, those negotiations are successful. When they fail, the second step has to be climbed the conditions of which in their German version are to be described now.

3. *The statute (StaRUG).*

Needless to point out that the StaRUG is a product of German legislation. This means that it is – unlike the rules of the new English "super scheme" (some 8 sections) or the "Dutch Scheme" (around 25 sections) – a rather voluminous Act in itself with more than 100 sections. Instead of just reflecting the sequence of the bill's rules and structure, I prefer to unfolding the contents of the Act by describing the options which are offered to the debtor on a timeline [15]. This is all the more recommendable as there is not the proceeding which is to be applied; the statute rather contains a tool-box from which the debtor may chose whichever tool(s) appears him to be most appropriate. It should be noted, however, that the subsequent description is just an overview [16]; many details will be left unmentioned.

3.1. *Early warning.*

Sec. 1 StaRUG deals with early warning. Since the German company, trade and civil law has already set up numerous of such early warning signals [17], sec. 1 obliges more or less [18] all those who are legally responsible for running a business to constantly monitor the prospects of that business's development.

---

[15] To be sure, the description here is limited to a more or less rough outline; not every facet will be recorded.

[16] Cf. additionally C. RINALDO, *Il salvataggio delle imprese in crisi*, (nt. 13), 1508, 1523 ff.

[17] Cf. H. SÄMISCH, *Früherkennung – der Schlüssel zur effektiven Krisenbewältigung, Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Restrukturierungsrecht*, in *ZInsO*, 2021, 169; C.G. PAULUS, *Frühwarnsysteme*, in *Neue Zeitschrift für Insolvenzrecht (NZI)*, 2020, 659 ff.; S. HAGHANI, *Die Umsetzung von Frühwarnsystemen im vorinsolvenzlichen Sanierungsverfahren*, in *NZI-Beilage*, 1, 2019, 20 f.

[18] In sec. 101, it is stated that the website of the Ministry of Justice will provide some early warning information; and sec. 102, thereby following a recent decision of the German Supreme Court, dec. from 26 Jan. 2017 – IX ZR 285/14, NZI 2017, 312, obliges auditors and tax consultants to make their clients aware of critical signs when they have to assume that their clients have not yet recognized.

Whereas this is just a generalization of a duty which anyway was already seen to exist before – at least with regard to stock companies and private limited companies –, did the legislator eliminate further rules from the previous draft which would have caused a major shift in company law. Pursuant to sec. 2 and 3 of the Draft Bill the director(s) of a company were supposed to be obliged – from the moment of imminent insolvency on (on that decisive term see in a moment) – to take into account in their entire business activity the interests of the entirety of their creditors. On the last meters, as it were, these sec. 2 and 3 of the Draft Bill were deleted, thereby making it less likely that (at least) private limited companies will submit restructuring plans which include a separate class of shareholders. Since now, the director(s) still have to comply with the mandates of the shareholders [19].

As mentioned before, the term imminent insolvency plays an eminent role in the bill. Whereas the Directive speaks about 'likelihood of insolvency' has the German legislator translated this into 'imminent insolvency', thereby picking up a term which exists already in the Insolvency Ordinance (InsO), sec. 18, as one out of three opening reasons. The other two reasons – insolvency and over-indebtedness – can be triggered by both the debtor and the creditors. In contrast, the opening reason 'imminent insolvency' is reserved exclusively for a debtor petition. Accordingly, in the future the debtor will have the choice to petition either for the restructuring framework or for a regular insolvency proceeding whereby 'imminence' will be defined as a time span of two years.

3.2. *Out-of-court negotiations.*

It is a question of general contract law that the debtor has the right and the possibility to enter into out-of-court negotiations; this was described supra as step no. 1. Sec. 94-100 support this kind of negotiations by offering a rescue moderator ("Sanierungsbeauftragter") to be appointed by the court. This person (copied from the French conciliateur) shall act more or less as a mediator and try to get the parties to an agreement. When and if this agreement will be confirmed by the court, the possibility to avoid the transactions in this agreement are limited in a potential subsequent insolvency proceeding, sec. 97 par. 3. To be sure, in this particular case, the participation of the court is restricted to a control of formalities. But the rescue moderator can be used as supporting the debtor in his effort to get the deal done on step no. 1.

[19] Sec. 37, par. 1, GmbHG.

What sounds as an attractive option – all the more as there is no need for the debtor to be imminently insolvent – comes, however, at a price: To apply for such a rescue moderator, the debtor has to file a respective petition with the court in which the debtor's financial or economic difficulties are to be addressed. They are the triggers for the commencement of a rescue moderation. This disclosure is certainly tolerable, but the law entitles the moderator to check the business records and books and obliges him to report to the court not only on the contents and progress of the negotiations but also if there is an insolvency reason for the debtor's estate. The moderator is, thus, a kind of a court's spy. His remuneration is to be based on time spent [20], so that it seems that this concept is meant primarily for SMEs.

3.3. *Restructuring plan.*

All tools which are to be described here and subsequently are dependent on the debtor's imminent insolvency (but not yet inability to pay debts as they fall due or over-indebtedness [21]); and most of them are modeled closely after the existing rules in the Insolvency Ordinance [22]. This begins with the restructuring plan the contents and voting of which are regulated in meticulous details in sec. 2 to 28 StaRUG and resemble closely the rules in sec. 220 ff. InsO. The legislator has done here certainly an intellectually impressive work but very likely not one that can easily (if at all) be understood by a non-lawyer [23].

3.3.1. *Contents and structure.*

Unlike the Insolvency Ordinance, the StaRUG confines its personal applicability to entrepreneurs and legal entities [24]; thus, consumers cannot not make use of these instruments [25]. Sec. 2 and 4 prescribe and limit the objec-

[20] Sec. 98 StaRUG.

[21] The duty to file in those cases pursuant to sec. 15a InsO still exists unrestricted.

[22] Sec. 217 ff. InsO.

[23] This is mentioned here since in 2016, at the meetings of the so-called expert rounds in Brussels, strong emphasis was laid on easy, cheap, and (possibly) judge-free access to the new instrument.

[24] Sec. 30, par. 1, StaRUG.

[25] This is an interesting convergence towards the French law (and its legal family) where

tive applicability: accordingly, claims against the debtor (called: restructuring claims), security rights, membership rights as well as certain rights from intra-group securities are subject to potential re-scheduling whereas claims of workers and those resulting from torts are not. A debt-equity swap is permissible, which is, i.a., an instrument in the struggle against non-performing loans (NLs); after all, it encourages loan-to-own-strategies [26] by which investors buy claims on the secondary market at a discounted price so that they can take-over the company.

The restructuring plan must be divided into a declaratory and a constructive part [27]. Whereas the first part describes the fundaments and effects of the plan does the second one determines in what way the addressed rights are affected. The debtor is more or less free in the selection of the affected creditors [28]; they have to be put into classes whereby the criteria for the classification need to be appropriate and to be explained in the declaratory part. When and if affected, certain classes are mandatory – e.g. secured creditors or shareholders [29] – whereby the Act seems to indicate in sec. 8 no. 2 and sec. 73 par. 2 that primarily finance creditors are meant. The principle of the equal treatment of creditors (*par condicio creditorum*) is to be applied only within the classes not among them [30]. Sources of new financing as well as their securitization can be included in the plan [31] as well as any changes in property law rights [32].

In order to fulfill the requirements of a restructuring plan, sec. 14 and 15 oblige the debtor to add certain information such as a reasoned (whatever that might imply) declaration about the prospect of that plan to eliminate the imminent insolvency, a detailed financial statement and, where appropriate, ex-

---

insolvency law always has been a matter of commercial law. For the interrelationship of modern commercial law and the approach of the Directive 2019/1023 insightful A. THERY, Eu*rofenix*, Summer 2019, 18 f.

[26] Further alleviation for this strategy by the German Supreme Court, dec. from 7 May 2020 – *IX ZB 56/19*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)*, 2020, 1138 with annotation by N.R. PALENKER. On the strategy comprehensively *idem*, *Loan-to-own*, 2019. On the recent legislative restrictions in the amended Stock Corporation Act T. FLORSTEDT, *Finanzinvestoren als nahestehende Personen*, in *ZIP*, 2021, 53 ff.

[27] Sec. 16 promises to provide a check-list for the drafting of a restructuring plan, available on the website of the Ministry of Justice.

[28] Sec. 8 StaRUG.

[29] Sec. 9 StaRUG.

[30] Sec. 10, par. 1, StaRUG.

[31] Sec. 12 StaRUG.

[32] Sec. 13 StaRUG.

pressions of consent (e.g., from the directors to continue the business in case of a successful rescue).

3.3.2. *Offer and acceptance of the plan.*

The next passage of norms, sec. 17-23, clarifies that the restructuring plan is part of an offer to the affected creditors. The complete offer has furthermore to include the articulate notice that the plan might bind opposing creditors in case that the relevant majority of creditors accepts the offer and the court confirms the plan [33]. The acceptance of that offer is to be done by the creditors'voting which, in its fastest version [34] and when everything goes smoothly, can be held seven days after the notification of the offer. Before it comes to that step in a particular meeting, however, a discussion about the offered plan might take place in this meeting or in a separate one. Changes in the plan as a result of such discussion do not hinder the voting when and if they are related only to individual issues. Deadlines are to be observed and the procedural steps have to be carefully documented. Otherwise, the plan might not become confirmed by the court [35]. In practice, it is therefore to be assumed that debtors will make use of the court supervised voting procedure (on this, see below).

3.3.3. *Technicalities.*

The final passage of norms on the restructuring plan, sec. 24-28, deals with voting rights and majority-requirements. Regarding the rights, sec. 24 has as a starting point that the nominal value of the claims is decisive and the value of the security right respectively. Sec. 25 regulates that the needed majority in each class of creditors (or shareholders) is three quarters of the voting rights of all members in that particular class, not just of those creditors who actually vote.

If this majority is reached in each class the plan offer is accepted upon subsequent court confirmation; if this is not case, acceptance can be achieved by means of a cross-class cram-down. As a matter of fact, this is a kind of legal magic; since a "no" is transformed into a "yes" – provided that three requirements are fulfilled: firstly, the members of the particular class are presumably

[33] Sec. 17, par. 1, StaRUG.

[34] This is pursuant to sec. 19 and 20 when the debtor allows for an electronic voting.

[35] Cf. sec. 63, par. 3, StaRUG.

in no worse condition by the plan than without any plan at all; secondly, the members of that particular class receive an adequate portion of the value which is supposed to be given to all affected creditors of the plan (the so-called plan value); and thirdly, a numeric majority of classes has voted in favour of the plan (when there are just two classes, it suffices that one class has given its consent).

The second requirement is the tricky one since adequate participation of the plan value is easy to understand in theory but hard to determine in practice. Accordingly, sec. 27 clarifies that the absolute priority has to be observed; this means roughly that no creditor receives more than what is owed and no creditor receives anything before creditors of a higher rank are satisfied in toto – whereby fictitiously the insolvency ranking is applied. However, sec. 28 deals with permissible exceptions from the absolute priority; a relative priority [36] is, thus, acceptable when, for instance, such value participation is appropriate for coping with the particular economic difficulties of the case at hand and its surrounding circumstances.

3.3.4. *Conclusion.*

To be sure, a debtor is not obliged to comply with the aforementioned proceduralized steps. But since it is hard to predict at the beginning of out-of-court negotiations whether unanimity will be reached among the creditors, the debtor is well advised to undergo this hardship. When and if he succeeds to overcome the described and numerous further challenges [37] to get the plan accepted unanimously, no court involvement is required. In such a case the stick was obviously pressure enough to get potential hold-out creditors in line with all other creditors who are ready to support the debtor. If, however, individual creditors are not ready to accept the plan's constructive part with its rescheduling of claims, the debtor needs further support.

This is where the court enters the stage: for getting the plan accepted by the mechanisms of binding the outvoted creditors, the debtor needs the judicial confirmation of the plan. But, as the case might be, further support might be necessary; the statute has four additional remedies which work as a tool box from which the debtor is basically free to choose what is needed.

---

[36] On this, just see L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *Best Practices in European Restructuring*, p. 45 f.

[37] I.e. those which are not described in the text.

3.4. *The tool box.*

Beginning with some formalities (3.4.1) and the restructuring commissioner (3.4.2), the respective tools are to be presented subsequently (3.4.3 to 3.4.7); finally, some remarks about international implications shall be made (g) before then some concluding remarks on the new statute will be given (4).

3.4.1. *Formalities.*

In sec. 29 the four tools (called restructuring and stabilisation instruments) are listed: judicial voting, pre-check, stabilisation, plan confirmation; a fifth tool – discontinuation of contracts – became also eliminated on the "last meters" of the legislative process. These tools are meant to be used for a "sustainable elimination of an imminent insolvency" [38]. Whichever tool the debtor plans to choose – alone or several together, it can be done only in a sort of proceduralized way; this is the consequence of having the court participating in all those cases.

(1) Accordingly, the first step is the debtor's notification of the court of the intended restructuring with the help of the tool box [39]. The notification, to be sure, is not just a brief and informal information but has to be accompanied by a rather elaborate concept of the envisaged restructuring (when possible the plan (as described supra under 3) or a draft of it), by a report about the status of negotiations with the affected creditors, and by evidencing how the debtor has prepared to be ready to comply with the duties imposed by the statute. Additionally, the debtor has to indicate whether rights of consumers or SMEs will be affected by the plan plus whether opposing creditors exist. The latter information is necessary for the need to appoint a restructuring commissioner.

(2) The competent court is called "restructuring court". This type of court does not yet exist but it shall be, like insolvency courts, a division of the local courts ("Amtsgericht"). Sec. 34 wants 24 restructuring courts to be established – one in each district of a court of appeal. However, this might turn out to be just another attempt to overcome the inefficiencies of the German federal structure: despite the complexities of modern insolvency law Germany indulges the waste of resources to keep more than 180 local courts dealing i.a. with insolvency law. Needless to point out that many of the judges know little

[38] Sec. 29, par. 1, StaRUG.

[39] Sec. 31 StaRUG.

if anything about this field of law. Therefore, the Federal Ministry of Justice tries again and again to push the "Bundesländer" towards a concentration of their insolvency courts – so far more or less in vain.

The court's exclusive competence is dependent on the debtor's general venue or its centre of economic activity; this serves as a safeguard for compliance with the European Insolvency Regulation when and if the rescue attempt fails and ends in an insolvency proceeding. A rather limited sort of *vis attractiva* is to be applied by the court [40]; and in case of a group restructuring case, the court may, upon request by the debtor, declare its competence for the entire group [41]. Even though the Civil Procedure Ordinance (Zivilprozessordnung) is generally applicable [42], does sec. 39 oblige the restructuring court to investigate the facts *ex officio* (if not otherwise stated).

(3) The abovementioned notification marks the commencement of the restructuring case and leads to a two-fold reaction by the court. Firstly, the court examines its own jurisdiction and potential reasons for ending the case [43] – for instance, if the debtor has filed a petition for an insolvency proceeding or when he, in the further course of the case, gravely violates his duties (on which, see below). When, however, the case goes on, the notorious duty to file under German law, cf. sec. 15a InsO, is suspended, or better: replaced by a notification duty (see below). During the entire pendency of the restructuring case, the debtor is under the duty to take the creditors'interests into account; any culpable violation is sanctioned by a personal damage claim of a creditor [44]. Secondly, the court considers whether or not a restructuring commissioner is to be appointed, cf. below.

Ipso facto-clauses, i.e., contractually agreed upon automatic discontinuation of contracts through the commencing of a restructuring case are declared to be of no effect [45].

(4) As long as the case is pending, the debtor is subjected to additional duties which are listed in sec. 32 and 42. They are quite burdensome and begin with the duty to engage in the restructuring case with the care of an "orderly and conscientious restructuring manager" (whatever that might be) and to omit all actions which contradict the goal of the restructuring, e.g. to serve or give

[40] Sec. 36 StaRUG.

[41] Sec. 37 StaRUG.

[42] Sec. 38 StaRUG.

[43] Sec. 33 StaRUG.

[44] Sec. 43 StaRUG.

[45] Sec. 44 StaRUG.

security for a claim which shall be rescheduled in the restructuring plan. Furthermore, the debtor has to keep the court informed on all issues that might be relevant for success of the envisaged restructuring procedure – including the predictable failure of the plan. Instead of the duty to file for insolvency when and if the debtor turns out to be insolvent or over-indebted – in other words, if one of the insolvency reasons [46] is given – the debtor is obliged to notify the court on the spot.

What makes these duties so harsh are their sanctions. Forborne notification of the court about the existence of an insolvency reason is subject to civil and criminal liability. And culpable violation of the other duties may lead to the creditors'damage claims against the office holders. In short, to make use of the tool box is not just fun for the debtor!

(5) Sec. 89-91 offer some safeguards for restructuring attempts in that they limit liabilities and the possibility to apply later on the claw-back rules of the German Insolvency Ordinance which are usually not only rather strict but have also been made even stricter by judicial case law. For instance, the possibility to avoid a transaction made in the course of a restructuring case cannot be founded on the reason alone that there was a mutual understanding between debtor and the other party and that therefore they both intended to act to the detriment of the creditors, sec. 89. And sec. 90 grants actions and transactions from a court-confirmed plan largely avoidance-proof.

3.4.2. *Restructuring commissioner.*

Whereas the "practitioner in the field of restructuring" plays a subordinated role in the Directive 2019/1023 [47], it is to be feared that the contrary is true in the future German law. A closer look to the rule on the mandatory appointment of a restructuring commissioner ("Restrukturierungsbeauftragter") [48], reveals that not many restructuring cases will be initiated without commissioner participation [49]. Thus, no. 1 of sec. 73 makes an appointment mandatory when

[46] Cf. sec. 17 and 19 InsO.

[47] Cf. the definition in art. 2 no. 12 of the Directive; on this, cf. M. VEDER, in C.G. PAULUS, R. DAMMANN, *European Preventive Restructuring*, 2021, art. 2, mar. 58 ff.

[48] Sec. 73 StaRUG.

[49] As it has been indicated supra: lobbying has done a thorough job in the drafting process. Accordingly, the quite detailed rules on the commissioner's remuneration, sec. 80-83, are heavily disputed by the practitioners.

rights of consumers or of SMEs will be affected by the envisaged restructuring plan; no. 2 does the same when and if all admissible creditors – or at least "essentially all" – creditors will be affected by that plan. Moreover, par. 2 orders the participation of a commissioner also in those cases in which it is foreseeable that a considerable number of creditors are opposing the restructuring plan so that a cross-class cram-down is likely to be needed. Finally, when the plan stipulates that the accepted plan's fulfillment shall be supervised, a commissioner is also to be appointed.

The appointment is to be done by the restructuring court which shall be selected from its own list of qualified persons; under certain conditions, however, the court is bound to appoint the person proposed by the debtor. The commissioner is subject to supervision by the court, is burdened with liabilities [50], and has various duties, i.a. to inform the court about any justification to revoke the restructuring case, to control the economic situation of the debtor, etc.

In the few remaining cases in which no appointment is obligatory, the debtor might nevertheless wish to have a commissioner being involved. Details of this option are described in sec. 77-79. In such a case the commissioner is supposed to act as a kind of mediator [51].

3.4.3. *Plan confirmation.*

Pursuant to sec. 60, the debtor is free to choose the time at which the court shall confirm the plan. He will abstain from any court involvement when the restructuring plan has found unanimous acceptance. But as soon as there is just one opposing creditor, court confirmation is necessary. Accordingly, the debtor might apply for a judicial confirmation before the voting or after. In the latter case, i.e. when the entire voting process has already been absolved without any court involvement, the debtor has to present a detailed evidence about that voting process: procedure, participation, results, etc. The court is free to hear the affected parties before it decides on the motion to confirm. And it will reject the motion *ex officio* [52] when (a) the debtor is not imminent insolvent (it is here where this requirement is examined); when (b) the rules on the contents of the restructuring plan and the offer and acceptance procedure – as described supra under 3 – are violated in an essential aspect, or when (c) the plan

[50] Sec. 75, par. 4, StaRUG.

[51] Sec. 79 StaRUG.

[52] Pursuant to sec. 66, individual creditors are also entitled to request a rejection.

affected claims as well as the other non-affected claims obviously cannot become fulfilled due to the financial or economic situation of the debtor [53].

If the debtor's motion for court confirmation masters all these hurdles and the plan gets confirmed, the constructive part of the restructuring plan (cf. supra 3 a) will enter into effect. I.e., from then on all the foreseen rescheduling and restructuring of claims as well as all imposed duties will become effective [54]. Accordingly, even when a creditor had before an enforceable title for a claim and this claim is affected by the plan, the title will be replaced by the plan [55].

Sec. 79 offers the option to include in a plan a provision which obliges the restructuring commissioner to supervise the fulfillment of the plan. This sort of control might be in the mutual interest of the debtor and the creditors. The commissioner is, again, held to inform the court when and if claims will not get satisfied.

3.4.4. *Judicial voting.*

Given the intricacies of the voting process (cf. supra at 3 c), the debtor might prefer to have it done under the auspices of the court. If so, the court may collect the necessary information [56], before it then summons the affected creditors to a discussion and voting meeting. The discussion is meant for the contents of the plan and the voting right of the creditors [57].

3.4.5. *Pre-check.*

In case that the debtor feels uncertain about any relevant issue regarding the envisaged restructuring plan, he is entitled pursuant to sec. 47 to have the court doing a pre-check. This can be applied for even without requesting a subsequent judicial voting or confirmation. Before the court renders its opinion on the posed question, it has to hear the affected parties [58].

[53] Sec. 63 StaRUG.

[54] Sec. 67 StaRUG.

[55] Sec. 71, par. 4, StaRUG.

[56] Sec. 46 StaRUG.

[57] Sec. 45 StaRUG.

[58] Sec. 48 StaRUG.

3.4.6. *Stabilisation.*

By completely eliminating the possibility of a discontinuation of contracts the tool box not only became deprived of what some had seen as an important contribution to the rescue of companies (such as warehouses) which are suffering from increasing rent obligations; it also "nudges" thereby future debtors to primarily think of their financial creditors when planning a restructuring under the StaRUG. What is left in the tool box, is the fourth instrument, the "stabilisation" ("Stabilisierung"), which, in fact, is just another word for the much more common term and time-honored [59] "moratorium". Sec. 49-59 deal with it. Pursuant to sec. 49, such a stabilisation is possible as an execution stop and as an enforcement stop for secured creditors [60]. Upon request of the debtor – which, again, has to be accompanied by a multitude of information [61] – such a stop can be directed against a single, several or all creditor(s). The court will comply with the request if the debtor has handed in complete information about a consistent restructuring concept and when the court has no knowledge of (a) fake information given by the debtor, (b) of the futility of the intended restructuring, (c) that the debtor is not yet imminent insolvent, and (d) that the requested measure is not necessary for the purpose of the restructuring [62]. The order of a stop might, under limited circumstances, be repeated. It is limited to three months [63], whereby prolongations up to eight months max. are possible [64].

The effect of a stop is the debtor's obligation to pay interest to the affected creditor and to reimburse him for diminished value of the collateral. Moreover, for the duration of the stop the creditor is prevented from termi-

---

[59] Note that a possibility of a (5-years) moratorium was already introduced by Iustinian in the year 531/532, the *quinquennale spatium*, C 7.71.8.

[60] The usual exemption for the benefit of financial creditors is provided for in sec. 56 StaRUG. On some contextualisation cf. C. G. PAULUS, *Multinational Enterprises and National Insolvency Laws: Lobbying for Special Privileges,* in *European Business Law Review* (EBLR) 2018, 393 ff.

[61] Sec. 50 StaRUG.

[62] Sec. 51 StaRUG.

[63] This is in alignment with the banking rules on risk quantification of a defaulting obligor, art. 178 par. 1(b) Capital Requirements Regulation EU 575/2013; on them, cf. L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C. G. PAULUS, I. TIRADO, *Best Practices in European Restructuring*, (n. 36), 129 ff.

[64] Sec. 53, par. 3, StaRUG.

nating the contract just because of a previous non-performance from the debtor, nor may he refuse to deliver in that time span [65]. In addition, during that time span the creditors'right to file for insolvency is suspended [66].

To be sure, the debtor is explicitly subjected to a special liability [67], and the court is given a rather long list of reasons that allow a termination of a stop [68].

3.4.7. *Notification.*

Usually, all German insolvency related court proceedings are subject to public notification. The new statute breaks with this rule and leaves it to the debtor to decide whether there shall be notification or not, sec. 84-88. A respective motion to the court is to be made before the first decision. If it is made the court then has to include in its decisions the reasons why the court believes to have jurisdiction pursuant to art. 3 of the European Insolvency Regulation (EIR) [69]. It is planned to have the notified restructuring case listed in Annex A of the EIR which means that such a "public proceeding" is to be treated (and recognized) like a regular insolvency proceeding [70].

4. *Concluding remarks.*

The so-called Dutch scheme served in many respects as a model for the German preventive restructuring instrument. However, it did not follow the approach of creating an instrument that advertises itself as a competitor on a contested market. It has, accordingly, throughout a rather introvert attitude [71]. This is certainly tolerable; what is less tolerable, though, is the Act's complexity and intricacy which makes is usefulness for SMEs rather unlikely. Drafting the restructuring plan substantially in parallel to the insolvency plan – of

[65] Sec. 55 StaRUG.

[66] Sec. 58 StaRUG.

[67] Sec. 57 StaRUG.

[68] Sec. 59 StaRUG.

[69] Sec. 84, par. 2, StaRUG.

[70] This seems to be just one more copy from the Dutch model.

[71] On this C.G. PAULUS, *StaRUG und die Internationalität deutschen Rechts*, in *ZIP*, 2020, 2363.

which it is throughout understood to be too complicated to have it done by a debtor without professional help – implies increased costs for making use of the StaRUG. Experience teaches that this is a deterrence for a wide-spread utilization of the new instrument. It is to be feared that in particular those entrepreneurs for whose benefit the preventive restructuring framework was originally intended for – the SMEs – will make little if any use of this innovation.

Lo scopo della società tra *short-termism* e *stakeholder empowerment*

Corporate purpose between short-termism and stakeholder empowerment

Francesco Denozza *

ABSTRACT:

Alcuni documenti dell'Unione Europea hanno recentemente ribadito la tesi che per cui i mercati finanziari sono affetti da una serie di problemi causati dalla diffusione di comportamenti volti a perseguire obiettivi di breve periodo invece che uno sviluppo sostenibile di lungo periodo.
Il lavoro identifica la causa prossima della prevalenza di orientamenti di breve periodo nella concorrenza tra gli intermediari professionali (che oggi dominano i mercati al posto degli investitori *retail*) e ipotizza l'esistenza di un problema di azione collettiva originato dal contrasto tra una preferenza per lo sviluppo sostenibile, che riflette l'interesse sistemico di tutti gli operatori, e la preferenza per guadagni immediati, che riflette l'interesse del singolo operatore a prevalere nella competizione con gli altri intermediari.
La soluzione che viene proposta si basa sull'idea di aumentare il potere degli altri *stakeholders,* dando loro la possibilità di presentare i loro interessi e le loro visioni nei consigli di amministrazione delle società, in modo da trasformare questo organo nel luogo in cui si elaborano piani strategici di lungo periodo, contenenti la migliore mediazione possibile tra i vari interessi in gioco.

Parole chiave: scopo della società – visioni di breve periodo – *stakeholder empowerment*

Some European Union documents have recently reaffirmed the thesis that financial markets face a number of problems caused by the spread of behavior aimed at pursuing short-term objectives rather than long-term sustainable development.
The paper identifies the proximate cause of the prevalence of short-termism in the competition between professional intermediaries (today dominating the markets instead of retail investors) and hypothesizes the existence of a collective action problem originating from the contrast between a preference for sustainable development, which reflects the systemic

* Professore emerito di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Milano "La Statale"; e-mail: francesco.denozza@unimi.it. Questo lavoro è destinato agli *Studi in onore di Vincenzo Di Cataldo*.

interest of all market actors, and the preference for immediate earnings, which reflects the interest of the individual actor to prevail in the competition with other intermediaries.
The proposed solution is based on the idea of empowering other stakeholders, giving them the opportunity to present their interests, and their visions, on the boards of directors of the companies, in order to transform this body into the place where long-term strategic plans (hopefully containing the best possible mediation between the various interests at stake) are drawn up.

***Keywords**: corporate purpose – short-termism – stakeholder empowerment.*

SOMMARIO:

1. Lo scopo della società nella visione dell'Unione Europea. – 2. La nozione di *short-termism* e il dibattito sulle sue implicazioni. – 3. La trasformazione dei mercati finanziari. – 4. La "cultura" del breve termine. – 5. Il contesto istituzionale. – 6. Preferenze di "secondo ordine" e problemi di azione collettiva. – 7. Il coinvolgimento degli *stakeholders.*

1. *Lo scopo della società nella visione dell'Unione Europea.*

La riflessione sullo "scopo" (un tempo avremmo detto l'interesse) che la società per azioni deve perseguire [1], ha assunto, nell'elaborazione degli organi dell'Unione Europea, una fisionomia che ruota, da una parte, intorno ad un ripensamento del rapporto tra gli investitori e i *managers* delle società in cui investono, e, dall'altra, intorno ad uno schema concettuale orientato a ragionare in termini di netta contrapposizione tra prospettive di lungo periodo, considerate tendenzialmente positive, e prospettive di breve periodo, considerate possibile fonte di comportamenti inopportuni [2].

[1] Il tema dell'interesse che le società perseguono o devono perseguire, è balzato nel giro di un paio di anni al centro dell'attenzione sotto diversi profili. Uno riguarda l'opportunità di modifiche legislative delle norme che attualmente regolano (od omettono di regolare) la definizione dello scopo della società. Di questo tema mi occuperò solo con riferimento al dibattito in sede di Unione Europea (per un attento esame comparatistico dei principali interventi legislativi recentemente intervenuti, v. S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility,* in questo stesso fascicolo di questa *Rivista*). Un diverso profilo, di cui mi occuperò più avanti (v. par. 6), riguarda l'opinione degli operatori di mercato in ordine agli interessi che ritengono di dover in via prevalente perseguire.

[2] Una recente sintesi dell'orientamento dell'Unione, e delle diverse posizioni al riguardo, è fornita dalla lettura dell'importante documento preparato da EY per conto della Commissione, DG Giustizia e Consumatori e pubblicato il 29 luglio scorso con il titolo *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance Final Report,* e dai commenti (114) pubblicati

In una estrema e semplificata sintesi [3], la visione che mi sembra avere sinora riscosso maggior credito presso gli organi dell'Unione può essere riassunta nei seguenti punti: 1) una delle cause principali della grande crisi finanziaria del 2007-2008, è stata l'assenza di controllo da parte dei soci sulle decisioni con cui i gestori hanno assunto rischi eccessivi; 2) il prevalere di una cultura del breve periodo (che si è concretizzata nella tendenza a sopravvalutare l'importanza dei guadagni immediati) ha indotto i gestori a puntare sugli elevati guadagni che solo elevati rischi possono assicurare, e ha indotto i soci a non controllare, e tanto meno contestare, le scelte eccessivamente rischiose dei gestori; 3) occorre ripristinare il ruolo delle visioni di lungo periodo e, sul piano più strettamente istituzionale, è indispensabile che i soci, oggi prevalentemente intermediari professionali, modifichino il loro ruolo aggiungendo a quello di puri percettori di dividendi, attenti solo all'ammontare degli utili immediati, anche quello di sorveglianti attenti ai rischi e a tutti i fattori che nel lungo periodo possono incidere sul successo delle imprese in cui investono i soldi di risparmiatori i cui interessi essi (in quanto intermediari) hanno il preciso dovere di curare nel migliore dei modi [4]. L'obiettivo finale è (dovrebbe essere) la realizzazione di uno sviluppo sostenibile di lungo periodo [5].

---

all'indirizzo https://bit.ly/3khuNGq, alcuni dei quali contengono decise critiche nei confronti dell'impostazione del documento.

Questo documento, insieme al documento della Commissione Europea, pubblicato sempre nel luglio 2020, e denominato *Inception Impact Assessment* sulla *Sustainable Corporate Governance*, e soprattutto, insieme alla *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese* (2020/2129(INL)), sembrano poter avviare una stagione in cui il tema della rilevanza degli interessi di *stakeholders* diversi dai soci viene anch'esso posto (con intensità e consapevolezza ben maggiori di quanto non sia sinora avvenuto) al centro della discussione (e forse proprio questo spiega l'asprezza ideologica di alcune critiche).

[3] In argomento v. anche F. Denozza, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in questa *Rivista*, 2015, 1, 1-14.

[4] Una buona sintesi di questa posizione si ritrova nei considerando della Direttiva 2017/828, v. ad es., il n. 2 dove prima si rileva che *The financial crisis has revealed that shareholders in many cases supported managers' excessive short-term risk taking* e poi che *there is clear evidence that the current level of 'monitoring' of investee companies ... is often inadequate ... which may lead to suboptimal corporate governance and performance* e poi il n. 14 dove si afferma che *Effective and sustainable shareholder engagement is one of the cornerstones of the corporate governance model of listed companies, which depends on checks and balances* e che *greater involvement of shareholders in corporate governance is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of companies, including as regards environmental, social and governance factors.*

[5] L'Action Plan *Financing Sustainable Growth*, Brussels, 8 marzo 2018 COM (2018) 97 esplicitamente – 3.1 – chiarisce che 'sustainability and long-termism go hand in hand.'.

Il punto di emersione principale della complessità di questa impostazione, e delle incertezze che la circondano, è probabilmente rappresentato dalle controversie inerenti all'utilizzazione della nozione di *short-termism*. Con riguardo a questo tema è controverso praticamente tutto. Incerto è anzitutto il significato con cui l'espressione è di volta in volta utilizzata. Controversa è l'esistenza dei vari fenomeni che sono considerati espressione di *short-termism*. Controversa è anche la possibilità e l'utilità di raggruppare i fenomeni negativi di cui si riconosce eventualmente l'esistenza, sotto la rubrica *short-termism* [6].

Tutti i dissensi presenti nel dibattito, sono sicuramente conseguenza della complessità dei fenomeni cui l'espressione *short-termism* si riferisce, fenomeni di cui è difficile sia accertare empiricamente la ricorrenza, e l'eventuale consistenza, sia stabilire, una volta accertati, le cause. Sarebbe tuttavia ingenuo non rendersi conto che la portata di tutte queste difficoltà è amplificata dalla fortissima carica ideologica che circonda il tema, con tutte le sue implicazioni in termini di maggiore o minore fiducia nel funzionamento dei mercati e nella loro capacità di assicurare risultati efficienti, nonché dall'importanza degli interessi che potrebbero essere toccati dagli interventi istituzionali che le soluzioni, in un senso o nell'altro, dei vari problemi, empirici e teorici, potrebbero sollecitare.

Personalmente sono convinto che, al di là delle molte discussioni sull'esattezza di questo, o di quello, dei dati e dei ragionamenti su cui l'Unione basa la sua impostazione, il senso complessivo dell'elaborazione sviluppata in quella sede, solleva, e contribuisce ad impostare, problemi fondamentali che credo siano oggi effettivamente esistenti e ineludibili.

In questo lavoro cercherò di presentare argomenti che a mio avviso sono in grado di motivare questa valutazione. Non mi ripropongo, però, di riesaminare tutti gli aspetti dei molti problemi evocati dal riferimento allo *short-termism* (cosa che qui sarebbe, del resto, impossibile). Cercherò invece di muovermi all'interno della logica sottesa alla posizione assunta dall'Unione Europea, così come l'ho poco fa riassunta, cercando da una parte di superare le reticenze ed opacità teoriche che a mio avviso l'affliggono, e dall'altra di valutarne le effettive implicazioni.

Cercherò di farlo assumendo come filo conduttore un interrogativo che sta emergendo anche nei dibattiti europei, ma che non ha ancora raggiunto la posizione centrale che meriterebbe. L'interrogativo che ho in mente riguarda la

[6] La letteratura in argomento è praticamente sterminata. Per un ottimo riassunto dello stato dell'arte, cfr. K. WILLEY, *Stock Market Short-Termism*, Springer International Publishing, 2019.

possibilità di avviare a soluzione i problemi che attualmente sembrano affliggere il funzionamento dei mercati finanziari, e il governo delle società per azioni, senza operare una profonda modifica nelle strutture istituzionali che regolano i rapporti tra *shareholders* e altri *stakeholders* [7].

La connessione tra considerazione degli interessi degli *stakeholders* non finanziari e visioni di lungo periodo non è logicamente necessitata. È evidente, infatti, che anche gli interessi di *stakeholders* diversi dai soci ben possono ispirare visioni di breve periodo. Non c'è dubbio, però, che alcuni di questi interessi, tipicamente quelli relativi alla tutela dell'ambiente, ma anche altri, sono, per loro natura, tali da costringere all'adozione di una prospettiva di lungo termine.

D'altro canto, la focalizzazione su un unico interesse, e su un unico obiettivo, auspicata dalla teoria dello *shareholder value*, è fattore in grado di restringere la visione prospettica, e di propiziare, di per sé, comportamenti "miopi". Al contrario, la considerazione di una pluralità di interessi, e dell'evoluzione dei loro possibili equilibri, crea sicuramente i presupposti per un potenziamento delle visioni di lungo periodo e del resto l'intreccio tra il discorso relativo al lungo periodo, e quello relativo all'allargamento del novero degli interessi che compongono lo scopo della società, è un dato di fatto [8].

---

[7] Il riferimento all'importanza, dal punto di vista della *governance* societaria, di un maggiore coinvolgimento anche degli *stakeholders*, compare, più o meno timidamente, in diversi documenti europei. V. ad es. il "considerando" 14 della Direttiva 2017/828, dove si afferma che. "… il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione". V. anche il Piano d'azione della Commissione europea sul diritto europeo delle società e il governo societario, contenuto nella Comunicazione del 12 dicembre 2012, COM (2012) 740 fin., punto 3.5: "La Commissione ritiene che l'interesse dei dipendenti nella sostenibilità della loro società sia un elemento che dovrebbe essere preso in considerazione ai fini dell'elaborazione di un quadro di governance ben funzionante".

Come ho già detto (nt.2) è possibile che una decisa svolta nel senso di una più decisa attenzione al tema della protezione degli s*takeholders* diversi dai soci possa derivare dall'effettivo sviluppo delle prospettive recentemente aperte dai documenti citati alla nota 2, e da altro studio redatto per conto del *Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs* Directorate-*General for Internal Policies* PE 658.541 – November 2020 e intitolato *Corporate social responsibility (CSR) and its implementation into EU Company law*.

[8] Facilmente riscontrabile nell'esame delle varie prese di posizione in argomento, un'ampia rassegna delle quali si legge in J. FISCH, S. DAVIDOFF, *Should Corporations Have a Purpose?, U. of Penn, Inst. for Law & Econ. Research Paper*, 2020, 20-22. E ciò ancora di più dopo che la prospettiva della responsabilità sociale dell'impresa è stata rimodulata intorno alla nozione di sostenibilità (v. al riguardo S. ROSSI, nt. 1), nozione in cui confusamente confluiscono esigenze di sviluppo, di profittabilità sul lungo termine, di tutela di svariati interessi, ecc.

Potremmo dire che *stakeholderism* [9] e *long-termism* sono sicuramente collegati [10].

Il punto controverso, che vorrei portare qui al centro dell'attenzione, riguarda perciò non l'importanza di superare la visione socio-centrica, importanza che per chi accetta la critica dello *short-termism* è praticamente fuori discussione. Si tratta, invece, di valutare se una adeguata modifica degli attuali assetti istituzionali possa limitarsi a certificare l'esistenza di rilevanti interessi, diversi da quelli dei soci, e ad assegnare agli amministratori delle società il compito di tenerne conto [11], restando però all'interno di un processo decisionale in cui rimane centrale la *discrezionalità* del loro potere, oppure sia invece necessaria l'introduzione di *obblighi,* atti a far sì che a questi interessi sia data la possibilità di essere in qualche modo direttamente presenti nel processo decisionale societario.

Questa è l'importante linea di demarcazione che oggi separa visioni diverse dello *stakeholderism*, visioni che differiscono profondamente, anche sul piano delle rispettive implicazioni istituzionali [12].

Inquadrata all'interno del dibattito sullo *short-termism*, questa contrapposi-

---

[9] Secondo L. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, *For whom corporate leaders bargain*, 2020, reperibile *at SSRN 3677155*, la visione "stakeholderista": "…advocates giving corporate leaders the discretionary power to serve all stakeholders and not just shareholders". Il punto cruciale sta tutto nel riferimento al "discretionary". Nell'impostazione che propongo non si tratta di trasformare gli amministratori in "liberi" servitori di molti "padroni", in modo che possano scegliere loro chi servire meglio, ma si tratta di dare qualche voce in capitolo anche ai "padroni" diversi dai soci. Delle implicazioni della discrezionalità del potere degli amministratori mi occuperò nel par. 5.

[10] La preferenza per il lungo termine, soprattutto quando collegata alla sostenibilità dello sviluppo, non può essere ridotta ad una questione di pura misurazione degli orizzonti temporali, ma implica inevitabilmente una valutazione degli interessi che l'impresa di volta in volta lede o tutela. Cfr. S. VITOLS, *Introduction: a stakeholder perspective on the long-term investment debate,* in *Long-Term Investment and the Sustainable Company: A Stakeholder Perspective*, 2015, vol. 3, 9-18.

[11] In certe prospettive di *stakeholderism* moderato, come per esempio in quella sostenuta da P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi, Riv. soc.,* 2018, 303, 319, i vari interessi dovrebbero essere "… coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit oriented* che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa".

[12] Si tratta di una contrapposizione radicale, ed è importante rilevare che molte delle obiezioni mosse (v. ad es. L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance,* reperibile a *SSRN 3544978*) allo *stakeholderism* nel primo senso concepito (si deve tener conto degli interessi diversi da quelli dei soci, ma tutto è rimesso alla discrezionalità degli amministratori), non valgono nei confronti della diversa impostazione che caratterizza lo *stakeholderism* concepito come e*mpowerment* degli *stakeholders*.

zione induce a chiedersi se sia accettabile, e realistica, la prospettiva che punta ad eliminare i fenomeni negativi derivanti da visioni miopicamente concentrate sul breve periodo, mediante interventi istituzionali che si limitano a modificare la disciplina dello scopo della società, degli obblighi degli amministratori e quella dei rapporti tra amministratori e soci, senza però modificare in maniera sostanziale i rapporti tra soci e altri *stakeholders*, in particolare, aumentando i poteri di questi ultimi. Si tratta di decidere se possa essere sufficiente la creazione di obblighi (o, addirittura, di semplici facoltà) di considerare anche gli interessi degli *stakeholders* non soci, o se sia invece necessaria la ricerca di forme istituzionali che diano a costoro la possibilità di partecipare in qualche modo ai processi in cui vengono prese le decisioni che su tali interessi dovranno incidere [13].

Anche un quesito così circoscritto presenta evidenti elementi di complessità, e abbondanti riferimenti a questioni incerte e discusse. Non si tratta perciò qui di dare risposte compiute, ma di tentare di mettere insieme almeno alcuni elementi utili ad impostare correttamente la questione.

---

[13] Un caso interessante, che consente di esemplificare la contrapposizione sviluppata nel testo, è fornito dall'ordinamento inglese, e dall'ormai famosa Sect. 172 del Companies Act, con il riferimento in essa contenuto al fatto che l'amministratore "… must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole" e all'obbligo, nell'adempiere a questo obbligo, di tener conto di una serie di fattori indicati dalla norma stessa. La norma è formulata in termini di "dovere", ma il suo baricentro resta il riferimento ai "members" della società (come notano M. PETRIN, B. CHOUDHURY, *Corporate Purpose and Short-Termism*, *Research Handbook on Comparative Corporate Governance,* Afra Afsharipour & Martin Gelter eds., Edward Elgar Publishing, 2020,: "Although the wording of section 172 appears to suggest that there may be room for interpretation, the ultimate aim of the provision remains shareholder value generation") e in definitiva le retoriche proclamazioni della norma finiscono per rendere la considerazione degli interessi di soggetti diversi dai soci sostanzialmente opzionale.

La situazione in quell'ordinamento migliora leggermente con l'entrata in vigore dell'*UK Corporate Governance Code* (2018), Principle 1.A. (che fa esplicito riferimento al contributo che l'impresa deve dare all'intera società) ma non cambia radicalmente, giustificando la conclusione (M. PETRIN, B. CHOUDHURY, cit.) per cui "… the corporate purpose under UK law does not entail stakeholder responsibilities other than the soft obligation for directors to 'consider' their interests…".

Più interessante può apparire allora quanto stabilito dal punto 5 dello stesso codice, dove si prevede che: "For engagement with the workforce, one or a combination of the following methods should be used: a director appointed from the workforce; a formal workforce advisory panel; a designated non-executive director. If the board has not chosen one or more of these methods, it should explain what alternative arrangements are in place and why it considers that they are effective". La norma, si riferisce solo ai dipendenti ma merita di essere segnalata, perché contiene un timido esempio di quelle che nel testo sono indicate come possibili forme istituzionali in grado di favorire la presenza degli *stakeholders* nei processi decisionali che li riguardano.

2. *La nozione di* short-termism *e il dibattito sulle sue implicazioni.*

Partendo dalla illustrazione più semplice e generica, potremmo descrivere lo *short-termism,* come l'insufficiente importanza attribuita alle esigenze che devono essere soddisfatte nel presente, per far sì che nel futuro, e quindi nel lungo periodo, possa essere realizzato uno sviluppo sostenibile.

Con riferimento all'ambito specifico della società per azioni una possibile definizione lo identifica con "…the excessive focus of corporate managers, asset managers, investors, and analysts on short-term results, whether quarterly earnings or short-term portfolio returns, and a repudiation of concern for long-term value creation and the fundamental value of firms" [14].

Per illustrare il tutto con l'esempio più banale, la realizzazione di uno sviluppo sostenibile di lungo periodo richiede che vengano compiuti nel presente investimenti adeguati e, quindi, che le grandi imprese si astengano dal distribuire integralmente gli utili che conseguono, e provvedano invece a destinarne congrua parte agli investimenti, in modo da creare le basi indispensabili per avere in futuro un costante ed adeguato flusso di ulteriori utili. Se colui che deve prendere la decisione sulla ripartizione tra reinvestimento e distribuzione, ha una visione di breve periodo, preferirà rinunciare ai maggiori utili di domani e impiegare la liquidità a disposizione in distribuzioni di dividendi, o in riacquisti delle azioni, contando anche sul fatto che entrambi gli eventi possano essere in grado di esaltare, nell'immediato, i corsi borsistici della società in questione.

Generalizzando, si può dire che lo *short-termism* in materia di *corporate governance* e di mercati finanziari, si manifesta nella tendenza degli amministratori a prendere posizioni che assicurano benefici immediati molto elevati, anche a costo di implicazioni che possono pregiudicare i guadagni futuri, o giungere a propiziare nel futuro addirittura perdite (con il che, in questa amplissima definizione, lo *short-termism* risulterebbe strettamente collegato ad uno dei fattori che secondo una diffusa opinione avrebbe concorso a determinare l'ultima grande crisi finanziaria, e cioè l'assunzione da parte degli amministratori di rischi eccessivi).

Questa prospettiva, come si vede puramente, o prevalentemente, descrittiva, largamente caratterizza le elaborazioni degli organi europei, dove il riferimento allo *short-termism* sembra spesso assumere una valenza più evocativa, di biasimo verso atteggiamenti focalizzati sui risultati di breve termine (che

[14] L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *J. Corp. L.*, vol. 37, n. 2, 2012, 265, 268.

provocherebbero i negativi fenomeni cui abbiamo poco fa accennato), che propriamente analitica. Per di più, questa prospettiva un po' "moralistica" non sembra in grado di fornire parametri precisi atti a discriminare i comportamenti qualificabili come espressione di visioni di breve periodo da quelli considerati "corretti" [15].

Nascono, anche da questa ritrosia ad operare maggiori approfondimenti, molteplici problemi.

Il primo attiene alla stessa ricorrenza nella realtà dei fenomeni cui abbiamo accennato poco fa, e che sono presentati come negative manifestazioni di visioni di breve termine [16]. Posto che nessuna formula è in grado di stabilire in astratto, e per ogni situazione, quale è la quantità di investimenti che occorre fare per garantire uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo, né esiste un metro in grado di misurare esattamente i rischi per stabilire in via generale quando sono eccessivi, molti hanno buon gioco a sostenere che i fenomeni cui si è accennato non esistono e che la crisi finanziaria è stata provocata da fattori esterni o, comunque, non è dipesa dall'assunzione di rischi in misura miopicamente eccessiva Costoro non hanno ovviamente motivo di preoccuparsi dello *short-termism* e di approfondirne le cause (almeno per quanto riguarda i problemi dei mercati finanziari).

Va però sottolineato che anche chi (come ad es. il sottoscritto) ritiene che i problemi cui si è accennato esistono effettivamente, ben può chiedersi se sia opportuno e utile un inquadramento dei fenomeni che caratterizzano i mercati finanziari contemporanei nella contrapposizione tra visioni di breve periodo, concepite come tendenzialmente foriere di problemi, e visioni di lungo periodo, concepite come tendenzialmente produttrici di comportamenti virtuosi.

Come è evidente, e come mi è capitato di dire più volte, affermare che il "lungo periodo" sia necessariamente positivo, sarebbe una sciocchezza. A parte il famoso aforisma di Keynes (che alludeva all'assurdità di tollerare mercati squilibrati per non compromettere il perfetto riequilibrio promesso sul lungo

[15] In realtà anche la più tecnica definizione di *short-termism* cui accennerò, più avanti, nel testo, e che fa riferimento all'uso di un tasso eccessivamente elevato nello sconto dei rendimenti futuri, lascia aperti enormi margini di opinabilità con riferimento ai criteri in base ai quali si può stabilire in via generale che un tasso di attualizzazione è eccessivo. Sulle difficoltà di accertare in pratica la ricorrenza di fenomeni di *short-termism*, v. K. WILLEY, nt. 6, 131.

[16] V. ad es. M. ROE, *Stock Market Short-Termism's Impact*, *U. Pa. L. Rev.*, 2018, 71; M. ROE, H. SPAMANN, J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, J.M. RAMSEYER, A. FARREL, R. KRAAKMAM, L. BEBCHUK, R. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's Study on directors'duties and sustainable corporate governance*, reperibile a www.ec.europa.eu.

termine dai neoclassici [17]) è evidente che le scelte in favore del lungo termine non sono scelte di per sé virtuose e indolori. Sono, al contrario, scelte che implicano sacrifici, e per le quali ben si può porre (come per le scelte del breve termine) il problema del rapporto tra i costi che devono essere sopportati, e i benefici che ne possono derivare [18]. Nessuno può pensare di concentrare tutti i suoi sforzi sul lungo periodo ignorando il breve. Per dirla con una facile metafora, chi semina tutto senza consumare nulla, rischia di estinguersi prima dell'arrivo del lungo periodo, e del momento in cui potrà godere i frutti dei suoi investimenti.

La banale conclusione è che non siamo di fronte ad uno scontro tra visioni positive e visioni negative, ma alla necessità di trovare un adeguato equilibrio tra due contrastanti esigenze, che possono essere entrambe più che legittime.

Questo aspetto, e cioè la centralità di un, più o meno esplicito, riferimento all'equilibrio, non sparisce neppure nella definizione più tecnica di *short-termism*, quella che lo identifica con la scelta di un troppo elevato tasso di attualizzazione dei rendimenti futuri attesi [19]. Se riferiamo questa definizione non ad una singola operazione (dove la natura eccessiva del tasso può essere affermata sulla base di raffronti con operazioni simili), ma al sistema nel suo complesso, la valutazione in ordine al fatto se un certo tasso di attualizzazione sia o non sia eccessivamente elevato dipende inevitabilmente da un giudizio sull'equilibrio complessivo che il tasso in questione realizza tra le varie esigenze ed obiettivi del sistema.

Affermare che un sistema è affetto da *short-termism* significa in sostanza affermare che non è capace di raggiungere equilibri soddisfacenti. Il che, nel caso specifico di cui ci stiamo occupando, significa affermare che i mercati (qui, in particolare, quelli finanziari) non funzionano. Al di là delle differenti possibili definizioni del fenomeno, chi afferma l'esistenza di una anomala diffusione di visioni di breve periodo nei termini descritti nei documenti europei, si pone necessariamente in una posizione che implica una valutazione negativa

---

[17] «But this *long run* is a misleading guide to current affairs. *In the long run* we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again». J.M. KEYNES, *A tract on monetary reform*, London, Macmillan,1924, cap. 3, 80.

[18] «Long-termism and short-termism both have their virtues and vices – and these depend on context», "*The Tyranny of the Long-Term*, in The Economist, November 22, 2014.

[19] A. HALDANE, R. DAVIES, *The short long*, speech at the 29th Société Universitaire Européene de Recherches Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011, che parlano di «Excess discounting of future outcomes …». V. anche A. HALDANE, *The Costs of Short-termism*, in 86 *The Political Quarterly*, 2015, 66-76.

del funzionamento degli attuali mercati finanziari [20]. È evidente, infatti, che in mercati "perfetti" lo *short-termism* è teoricamente inconcepibile [21].

In mercati perfettamente funzionanti ciascun operatore avrebbe le informazioni necessarie a "punire" i comportamenti ispirati da visioni arbitrariamente orientate al breve periodo. I corsi delle azioni delle società che sacrificano gli investimenti in cambio di immediate distribuzioni di utili scenderebbero, invece di salire, e gli investitori, anche quelli più propensi a preferire rendimenti immediati, sarebbero costretti ad orientare le loro scelte in conseguenza. In un mercato perfettamente funzionante l'assunzione di rischi eccessivi verrebbe scoperta ben prima della concretizzazione del rischio, e gli amministratori delle società che li assumono sarebbero ben presto costretti a cambiare strategia. E così via.

Una diagnosi di *short-termism,* in un qualunque senso che presupponga un negativo giudizio di irrazionalità dei comportamenti orientati al breve, implica anche un giudizio negativo sul funzionamento del mercato in cui questi comportamenti si manifestano.

In questa prospettiva, oltre a chiedersi come mai il mercato non riesce più a trovare equilibri accettabili, occorrerebbe stabilire se si tratta di un problema solubile eliminando qualcuno dei soliti fattori di c.d. *market failure* (ma, esattamente, quale?) o se il giudizio sia ancora più radicale, e coinvolga non tanto la capacità del mercato di riflettere preferenze razionalmente formatesi, quanto una valutazione negativa dei contenuti stessi delle preferenze che sul mercato si formano, e degli equilibri che in esso comunque si realizzano. Un giudizio quindi, che, in quest'ultimo caso, prelude non tanto ad un progetto di ripristino dell'efficienza, ma ad una correzione degli equilibri stessi che il mercato (funzionante o non funzionante) riesce a produrre.

Questa prospettiva di intervento politico è rafforzata non solo dalla consapevolezza, su cui abbiamo sinora insistito, che si tratta qui di un bilanciamento, e non dell'ennesima massimizzazione (dopo quelle dei vari *shareholder value*, *consumer welfare*, *economic growth*, ecc.) ma anche dal fatto che il

---

[20] Nella dottrina italiana v. per tutti E. BARCELLONA, in *Le società per azioni*, a cura di G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. II, Milano, Giuffrè, 2016, *sub* art. 127 *quinquies*, 3956.

[21] R. ANDERSON IV, *The Long and Short of Corporate Governance*, in 23 *Geo. Mason L. Rev.* 2015, 33. J.B. HEATON, *The "Long Term" in Corporate Law*, 72 *Bus. Law.* 353, 2017, 359; L. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, 1085, 1096. L. BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serve Long-Term Value*, in 113 *Colum. L. Rev*., 2013, 1637, 1660-1676; M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.*, 2007, 1021, 1084.

conflitto tra esigenze di breve ed esigenze di lungo periodo non evoca solo un problema, per così dire tecnico (trovare l'equilibrio più efficiente), ma ha anche una rilevante dimensione distributiva. La decisione di vietare oggi, immediatamente, tutte le automobili non elettriche, sarebbe una decisione saggia sul lungo periodo, ma comporterebbe nel breve l'impossibilità di procurarsi un'automobile per la maggior parte degli attuali automobilisti. La decisione di investire in una prospettiva di quindici anni (ad es. nel biotech) può essere saggia dal punto di vista del lungo periodo, ma se questo implicasse l'impossibilità di realizzarne i benefici per molti anni prima del termine, e se un fondo pensioni investisse tutto in questo modo, molti pensionati correrebbero il rischio di morire (ritorna il saggio ammonimento di Keynes) prima di percepire alcuna pensione.

Non è allora difficile rilevare che in questi casi si prospettano evidenti conflitti di tipo distributivo tra chi ha le risorse per passare subito alle auto elettriche e chi non le ha, tra soggetti ancora lontani dalla pensione, che volentieri possono aspettare gli elevati rendimenti sperati nel lungo periodo, e soggetti che sono già in pensione e non possono aspettare, ecc. La scelta tra lungo e breve si pone in realtà spesso come una scelta politica che implica la maggiore soddisfazione degli interessi di alcuni e il corrispondente sacrificio di quelli di altri.

Delineate le caratteristiche principali dei problemi connessi alla diffusione dello *short-termism,* occorre ora, prima di riprendere il filo del discorso, un adeguato esame delle caratteristiche dei principali protagonisti e dei mercati in cui essi operano.

3. *La trasformazione dei mercati finanziari.*

Cominciando dai mercati, cosa, negli ultimi decenni, è cambiato nella struttura dei mercati finanziari che può contribuire a spiegare la diffusione dello *short-termism*?

La causa immediata della pressione verso il breve termine va ricercata, a mio avviso, in una trasformazione radicale che si è verificata sui mercati finanziari negli ultimi decenni, modificazione che è stata notata da tutti, ma le cui profonde implicazioni sono state ben poco esplorate [22]. Alludo ovviamente

[22] V., però, ad es., D. MILLON, *Shareholder Social Responsibility*, in 36 *Seattle University Law Review*, 2013, 911, in cui le implicazioni della concorrenza tra investitori professionali e fondi mutualistici in particolare sono ampiamente analizzate.

al fenomeno per cui gli investitori in larga maggioranza presenti sui mercati finanziari attuali, non sono più gli investitori c.d. *retail*, e cioè le c.d. famiglie e, in sostanza, i risparmiatori finali, ma sono intermediari professionali, che, operando per lo più in concorrenza tra loro, investono, per conto altrui, le risorse messe a loro diposizione dai risparmiatori finali e, in certi casi, da speculatori [23].

Questo fenomeno ha molte implicazioni, ma una merita di essere qui segnalata in particolare, tanto più in quanto si tratta di una implicazione cui non è stata dedicata l'attenzione che merita. Si tratta della trasformazione subita dal riferimento all'obiettivo massimizzazione del rendimento degli investimenti azionari.

Come è ben noto, l'obiettivo della massimizzazione del valore delle azioni della società è indicato dalle teorie negli ultimi decenni dominanti a livello mondiale (le teorie che fanno appunto riferimento alla centralità del c.d. *shareholder value*) come la bussola che dovrebbe orientare tutti gli aspetti della gestione della società per azioni, e tutte le scelte volte a definirne i relativi assetti istituzionali.

Queste teorie, a parte i loro molti altri difetti, hanno contribuito, in modo a mio avviso decisivo, ad occultare l'importanza di quanto stava avvenendo sui mercati finanziari, proprio con riferimento alla massimizzazione dello *shareholder value*, e alle implicazioni connesse alla scelta di esaltare tale obiettivo come il punto di riferimento dell'azione di tutti i soggetti presenti sul mercato.

Il fatto è che la prospettiva di ottenere dal proprio investimento una resa complessivamente elevata (in termini di rendimenti e / o di aumento del valore del cespite) è una prospettiva sicuramente attraente per qualsiasi investitore (ovviamente anche al di fuori dell'investimento in azioni).

Da questo punto di vista, il passaggio da un mercato popolato da investitori

---

[23] Sulla enorme crescita della quota di azioni in circolazione posseduta da investitori istituzionali in senso ampio, v. A. ADMATI, *A Skeptical View of Financialized Corporate Governance*, in 31 *Journal of Economic Perspectives,* 2017, 131; A. DAVIS, *A Requiem for the Retail Investor?*, in 95 *Virginia Law Review,*2009, 1105; D.C. LANGEVOORT, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, in 95 *Virginia Law Review,* 2009, 1025; *Shareholder Activism, Engagement and Proxy Fights* – The 35th Annual Federal Securities Institute Miami (Florida: February 2017) reperibile a https://tinyurl.com/y9yuwt6s; J. FICHTNER, *The Rise of Institutional Investors, International Handbook of Financialization* (Routledge), edited by Philip Mader, Daniel Mertens, and Natascha van der Zwan, 2019. V. infine gli aggiornati dati forniti da A. DE LA CRUZ, A. MEDINA, Y. TANG (2019), *Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series*, Paris, www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm.

retail ad un mercato in cui dominano invece intermediari che investono per professione, potrebbe sembrare quasi irrilevante. Ben possiamo supporre che gli intermediari professionali perseguano l'obiettivo di massimizzare il valore degli investimenti che compiono per conto di altri, così come i risparmiatori finali, quando operano come investitori in azioni, volevano, e vogliono, massimizzare il valore dei loro investimenti diretti. Lo *shareholder value* sembra restare la stella polare di tutto il sistema e, da questo punto di vista, nulla di rilevante sembra cambiare.

La superficialità di questa visione che, come vedremo tra un attimo, si rivela assolutamente incapace di interpretare la storia recente dei mercati finanziari, è frutto di un grave limite teorico che affligge le teorie dell'*agency* e dello *shareholder value*. Queste teorie sicuramente colgono un aspetto della realtà, e cioè il fatto che in una società mercantil-capitalista anche i rapporti societari sono, e non possono che essere, governati da una logica di scambio [24]. Esse partecipano però di un vizio che caratterizza tutto il pensiero giuridico (ed economico-istituzionale) neoliberale [25], e che si manifesta nella generale tendenza a focalizzare ogni attenzione sul momento transattivo e ad isolare nei vari contesti le c.d. transazioni (le specifiche relazioni che governano lo spostamento di risorse tra due parti diverse [26]) concepite e studiate come le cellule fondamentali dell'intero tessuto connettivo sociale.

La teoria dello *shareholder value,* e quella del *nexus of contract,* non fanno altro che proiettare a livello di società per azioni questa visione più generale che tende a vedere ogni realtà (si tratti di un mercato, di una organizzazione e persino di una istituzione) come una rete di transazioni (esplicite o implicite), e ritiene, perciò, che per comprendere il senso dell'oggetto che si osserva, oc-

---

[24] F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità: la società per azioni di fronte alla crisi,* in *Giur. comm.*, 2015, I, 5.

[25] Ho sostenuto l'esistenza di uno "stile" giuridico specificamente qualificabile come neoliberale in F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale,* in M. RISPOLI FARINA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, E. TONELLI, *Regole e Mercato,* vol. II, Torino, Giappichelli, 2017, e nell'introduzione (*Lo stile giuridico neoliberale)* e nelle conclusioni (*Conclusioni: lo stile giuridico neoliberale e il suo superamento*) raccolte nel volume *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza,* a cura di R. SACCHI e A. TOFFOLETTO, Milano, Giuffrè, 2019. V. anche, ID., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2014, 13-47.

[26] O. WILLIAMSON, *The Economics Institutions of Capitalism,* Free Press, 1985, definisce la transazione come "... the transfer of a good or service across a *technologically separable interface".*

corra analizzare la peculiarità delle singole transazioni di cui si compone.

Il fatto però è che, se si osserva la realtà della società per azioni e dei mercati finanziari (come del resto qualsiasi altra realtà) attraverso la lente delle varie singole transazioni concluse tra i vari soggetti coinvolti (tra soci e *managers*, tra soci di maggioranza e di minoranza, tra soci e creditori, ecc.), si perde completamente la visione della totalità di cui le transazioni fanno parte, e quindi si finisce per ignorare il contesto che incide sul modo in cui le transazioni si presentano e si svolgono, con la conseguenza di non riuscire a cogliere le differenze che possono esistere anche tra transazioni che esibiscono a tutta prima caratteristiche simili, e che sono invece profondamente diverse tra loro, a causa della diversità degli insiemi cui appartengono.

Questo è proprio quello che è successo con riferimento alla massimizzazione dello *shareholder value* e alle sue implicazioni. Da un certo punto di vista, la natura della transazione tra soci e amministratori non è cambiata. Si tratta sempre di una transazione con cui alcuni soggetti che intendono impiegare risorse finanziarie di cui sono in possesso affidano le loro risorse a soggetti che hanno capacità imprenditoriali e che si impegnano, dietro adeguato compenso, a valorizzare al massimo le risorse loro affidate.

Il fatto che queste transazioni intervengano non più con investitori che coincidono con i risparmiatori finali, ma per lo più con investitori professionali che investono per conto di altri, sembra, da questo punto di osservazione, assolutamente limitato e parziale, non incidere in maniera rilevante sulla realtà considerata.

È invece agevole rendersi conto che il predominio acquisito sui mercati finanziari dagli investitori professionali modifica, insieme a molte altre cose, anche il senso della "transazione" tra i soci e gli amministratori e, in particolare, il senso dell'impegno che questi ultimi assumono in ordine alla massimizzazione del c.d. *shareholder value.*

Il mondo degli investitori professionali è certamente variegato, frastagliato e le sue caratteristiche generali sono complessivamente difficili da definire. Sembra tuttavia possibile affermare con certezza che la massimizzazione del valore degli investimenti effettuati è un obiettivo che per un investitore professionale non ha lo stesso senso, e la stessa importanza, che ha per un investitore *retail.* Volendo ricorrere ad una battuta, potremmo dire che mentre l'investitore *retail* è un massimizzatore opzionale, l'investitore professionale è un massimizzatore compulsivo.

Più esplicitamente: mentre per l'investitore *retail* la massimizzazione della valorizzazione dei suoi investimenti è un evento sicuramente auspicabile, che però egli può decidere di perseguire con maggiore o minore impegno, perché,

raggiunto un certo livello di soddisfazione delle sue aspettative, il resto non è per lui una questione di vita o di morte, la massimizzazione diventa per gli investitori professionali un imperativo categorico, dalla cui soddisfazione dipende la loro stessa sopravvivenza professionale (per non parlare dei loro guadagni) [27].

Osservando lo stesso fenomeno da un altro punto di vista, è facile ipotizzare che in un mercato popolato da investitori professionali, in concorrenza tra loro, la pressione verso un continuo aumento della valorizzazione delle azioni, e dei rendimenti che a tale valorizzazione sono strettamente legati, sia molto maggiore di quella che può formarsi in un mercato popolato in prevalenza da investitori *retail.*

Questa differenza ha implicazioni pratiche ancor più rilevanti quando si consideri che gli investitori professionali sono gestiti da *managers* la cui retribuzione, e la cui stessa carriera, dipendono dal successo nella gara con i loro concorrenti. Questo fatto tende a ridurre la varietà di prospettive e di comportamenti rispetto a quella riscontrabile in un mercato in cui i risparmiatori investono direttamente le loro risorse. Scelte i cui effetti possono risultare sopportabili per questi ultimi, e che possono essere perciò ragionevolmente compiute da risparmiatori che investono direttamente, possono risultare insopportabili, e di fatto precluse, per i *managers* di intermediari professionali. L'esempio più rilevante riguarda i comportamenti indotti dalla consapevolezza di trovarsi ad operare in una situazione di bolla speculativa.

Come è noto, in situazioni di questo genere, la partecipazione al gioco speculativo tende ad essere, fino a quando la bolla è in crescita, nel complesso, molto remunerativa, e l'uscita dal gioco tende ad essere, nell'immediato, decisamente penalizzante per chi la compie. Il punto è che per un investitore diretto è relativamente più facile, quando pensa che la improvvisa rottura della bolla potrà costargli perdite eccessive, prendere la decisione di ritirarsi dalla speculazione, di quanto non lo sia per il *manager* di un investitore professionale, che abbia anch'egli intuito l'esistenza di un bolla, che non sia ovviamente in grado di stabilire il momento esatto in cui la bolla è destinata a scoppiare, e che quindi, se esce dal gioco, dovrà fronteggiare, per un tempo non prevedibile, una diminuzione dei rendimenti che riesce a realizzare, in rapporto a quelli che realizzano i concorrenti. In questa situazione, l'attesa del momento in cui

[27] In argomento vedi: F. Denozza, A. Stabilini, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *Italian L J*, 2017, 511; F. Denozza, *Il conflitto di interessi tra soci e altri* stakeholders, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 457, 468.

la sua scelta si sarà rivelata giusta, potrebbe costare, al *manager* dell'esempio, non solo una diminuzione dei guadagni, ma addirittura la perdita stessa del suo incarico.

Più in generale, le scelte di un gestore di un intermediario professionale finiscono per essere inevitabilmente condizionate da meccanismi che spingono verso comportamenti c.d. di gregge, nel senso, in particolare, che per *managers* che operano in queste condizioni può spesso essere meglio prendere le decisioni sbagliate insieme a tutti gli altri, che prendere la decisione giusta da soli. Quello delle bolle speculative è solo l'esempio più chiaro di un fenomeno più generale [28].

A ciò va poi aggiunto un altro fattore di cui, diversamente da quanto accaduto con quello sinora esaminato, sono state da tempo studiate la consistenza e la portata. Alludo ovviamente all'influenza diretta sulla gestione che gli investitori professionali sono in grado di esercitare sulle società in cui investono mediante l'esercizio dei diritti che spettano ai soci (e anche mediante altri strumenti), influenza che non è invece alla portata di investitori *retail.*

Nel complesso, credo che quanto precede sia sufficiente almeno a delineare le caratteristiche dei meccanismi in cui vanno inquadrati il c.d. *short-termism* e le sue conseguenze.

Detta in breve: gli intermediari professionali hanno molta più forza e, soprattutto, motivi molto più pressanti, per pretendere dalle società in cui investono la concreta ed immediata massimizzazione dei rendimenti degli investimenti che hanno effettuato.

Alla luce delle considerazioni che precedono, non è difficile rendersi conto che i mercati attuali sono molto diversi dai mercati di alcuni decenni fa, e che risulta perciò assolutamente verosimile l'ipotesi di una modifica del loro funzionamento, sia dal punto di vista dell'orientamento degli investitori e sia nella intensità della pressione, ben maggiore e ben diversa da quella che può essere esercitata in un mercato dominato da investitori *retail,* che intermediari professionali sono in grado di esercitare sulle società destinatarie degli investimenti che compiono.

---

[28] Come osservava già J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Capitolo 12, V, 4 (in fondo), proprio con riferimento al comportamento degli investitori professionali, " Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally", oppure con le parole di un recente premio Nobel per l'economia, J. TIROLE, *Theory of Corporate Finance*, p. 22, n. 34: "it is sometimes better to be wrong with the rest of the pack than to be right alone". Nel caso dei *managers* degli enti che investono professionalmente, la ragione per preferire un errore condiviso ad una iniziativa giusta, ma solitaria, è, come spiegato nel testo, molto evidente.

4. *La "cultura" del breve termine.*

Le osservazioni svolte nel paragrafo precedente spiegano quale sia la causa "prossima ", e anche quali possano essere quelli che potremmo chiamare i "meccanismi di trasmissione ", dello *short-termism*. Non sono però ancora in grado di spiegare il fenomeno nel suo complesso.

Ammesso pure che le scelte degli intermediari professionali sono condizionate dai meccanismi che abbiamo delineato e, quindi, soprattutto, dalla spinta, provocata dalla concorrenza, ad ottenere rendimenti sempre maggiori, restano ancora da spiegare le ragioni che conducono ad una possibile distorsione nella valutazione dei rendimenti stessi. Resta cioè da spiegare, ad es., come mai la rinuncia a rendimenti immediati in cambio di maggiori investimenti, non trovi adeguato riconoscimento in una proporzionata crescita di valore dei cespiti cui gli investimenti afferiscono, e come mai la competizione tra intermediari possa finire per premiare quelli che riescono a procurare (ai loro beneficiari) elevati rendimenti immediati, invece di quelli che effettuano le più oculate scelte volte alla massimizzazione dell'investimento nel lungo periodo.

In sintesi, il problema, cui abbiamo già accennato, dei difetti presenti nel funzionamento del mercato, torna a presentarsi qui sostanzialmente irrisolto.

Il fatto è che il mercato non corregge, o addirittura incoraggia, un orientamento complessivo verso il breve periodo, che finisce per coinvolge tutti, o la gran maggioranza dei partecipanti, e che conduce ad una inadeguata valorizzazione degli investimenti, i cui valori non si riflettono correttamente nei prezzi dei cespiti cui gli investimenti afferiscono. Con la conseguente difficoltà di stimare, e di rappresentare ai risparmiatori finali, l'ipotetico reale aumento di valore che gli investimenti hanno procurato al cespite in cui le loro risorse sono state investite. Difficoltà che ovviamente è esaltata dagli evidenti ostacoli che i risparmiatori finali incontrano nell'operare autonome stime dei valori di lungo periodo, cui ben possono aggiungersi contingenti pressioni provenienti da esigenze economiche immediate, e anche da diffusi modi di pensare, orientati a dare importanza decisiva ad elementi immediatamente misurabili, come quelli costituiti da rendimenti e aumenti di prezzo.

Con ciò abbiamo operato un nuovo spostamento del problema che costringe a chiedersi quale sia la causa della diffusione di questo orientamento al breve periodo, che sembra avere contagiato tutti gli operatori, e che impedisce un "corretto" apprezzamento dell'aumento di valore prodotto da certi investimenti.

Se ritorniamo al nucleo essenziale della definizione di *short-termism* (lo sconto dei rendimenti futuri ad un tasso eccessivamente elevato) ci rendiamo

immediatamente conto che le anomalie delle visioni orientate al breve periodo, in qualsiasi modo descritte ed esemplificate, implicano e riflettono una pessimistica valutazione del futuro, della sua durata (nel senso del tempo entro il quale si riesce a fare previsioni) e delle incertezze che lo caratterizzano.

In questa prospettiva la mia opinione è che la causa del recente esacerbarsi dei fenomeni rubricati nella voce *short-termism* va ricercata in un fatto che ha sicuramente una dimensione culturale, ma che ha anche una solidissima base materiale. Alludo alla maggiore incertezza che attualmente incombe sul nostro futuro in una situazione in cui i mercati ordinati di Keynesiana memoria non esistono più, in cui nessun ente pubblico (men che meno gli stati nazionali) sono in grado di operare pianificazioni significative, e di offrire così punti di riferimento agli operatori, e in cui le stesse imprese (per non parlare delle famiglie) hanno difficolta a varare serie programmazioni della loro attività futura [29].

Già diversi anni orsono l'epoca attuale venne definita come l'età del rischio [30], e forse sarebbe meglio dire dell'incertezza (nel senso, chiarito dai lavori di Keynes e Knight, di incertezza assoluta, insuscettibile di misurazione anche solo probabilistica [31]) visto che le probabilità del verificarsi dell'uno o dell'altro evento futuro sembrano essere diventate sempre meno calcolabili e, quindi, sempre più difficili da tradurre in quotazioni e prezzi.

Che in una situazione di incertezza diffusa possano essere utilizzati tassi di sconto del futuro più elevati e, forse, eccessivamente elevati, non credo possa risultare sorprendente.

Lo *short-termism* riscontrato nei mercati finanziari non appare allora come una isolata anomalia, ma come espressione di un fenomeno molto più complesso.

Questa considerazione induce a dubitare dell'orientamento dell'Unione, là dove sembra voler trattare le visioni di breve termine come frutto di irrazionali pregiudizi suscettibili di essere dispersi da una illuminata opera di convinzione, e da qualche aggiustamento istituzionale.

È possibile che si sia formata una anomala "cultura ", per così dire, del

---

[29] In fondo la preferenza per risultati immediati può essere in qualche modo equiparata a quella preferenza per la liquidità che è espressione, tra l'altro, di quello che sempre J.M. KEYNES, T*he general theory of employment, interest, and money*, Harcourt, 1953, Ch 13, II, 70, chiamava "desire for security".

[30] U. BECK, *La società del rischio*, Roma, Carocci editore, 2020 (l'edizione originale è del 1987).

[31] Y. SAKAI, *JM Keynes on probability versus FH Knight on uncertainty: reflections on the miracle year of 1921*, in *JM Keynes Versus FH Knight*, Springer, Singapore, 2019, 39-60.

breve termine, ma credo sia innegabile che essa, trovi comunque una certa base materiale in fatti la cui realtà sembra indiscutibile.

Penso, in conclusione, che questa complessità del fenomeno debba indurre a riflettere sull'opportunità di ipotizzare innovazioni istituzionali molto più radicali di quelle sinora ipotizzate a livello di Unione Europea.

5. *Il contesto istituzionale.*

Prima di tornare al problema da cui siamo partiti (valutazione della necessità di profonde modifiche istituzionali del rapporto tra s*hareholders* e altri *stakeholders*), il quadro delineato nei paragrafi precedenti deve essere completato con l'esame della posizione degli altri protagonisti di questa vicenda, i *managers* delle società operative,

Partendo dal quadro istituzionale in cui operano, un primo punto che deve essere ribadito riguarda il *formale*[32] potere discrezionale che i *managers* esercitano, potere la cui ampiezza difficilmente può essere ridotta per via regolamentare.

A questo riguardo è opportuno qui ricordare, e ribadire l'importanza del fenomeno che va sotto il nome c.d. di incompletezza dei contratti (e delle leggi)[33]. Se si potesse immaginare la possibilità di confezionare regole (contrattuali e/o legislative) assolutamente complete, nel senso di regole in grado di dare precise indicazioni sul modo in cui i destinatari delle stesse devono comportarsi in ogni possibile circostanza futura, ben si potrebbe immaginare un mondo in cui ciascun interessato, prima di assumere qualsiasi impegno, contratta, e definisce esattamente, con tutti gli altri interessati, sia la prestazione che dovrà effettuare, sia le controprestazioni che dovrà ricevere in cambio. La legge potrebbe completare il quadro, provvedendo a dettare le regole relative ai rapporti che non possono essere oggetto di contrattazione tra le parti (come la protezione dell'ambiente, ad es.).

---

[32] Sottolineo la qualifica "formale" perché come tutti sanno il potere effettivo dei *managers* dipende dagli assetti proprietari della società che amministrano e dalle caratteristiche dei mercati in cui operano.

[33] La letteratura in argomento è sterminata. Restando a due classici, entrambi vincitori del Nobel per l'economia, v. O. HART, *Incomplete contracts and control, American Economic Review*, 2017, 1731-52 e J. TIROLE, *Cognition and incomplete contracts, Am. Econ. Rev.*, 2009, 265; ID., *Remarks on incomplete contracting*, in J. Tirole, M. Aghion, P. Dewatripont, M. Legros, L. Zingales, *The impact of incomplete contracts on economics*, OUP, 2016, 21.

Sui riflessi più strettamente giuridici del fenomeno. V. tra i tantissimi E. POSNER, *Economic analysis of contract law after three decades: success or failure?* 112 *Yale LJ*, 2002, 829.

L'ineliminabile incompletezza delle norme (siano esse legislative o convenzionali) che si manifesta in forme particolarmente acute quando, come nel presente caso, si tratta di regolare realtà particolarmente dinamiche, fa però sì che nonostante la presenza, evocata dall'impostazione dominante, di una rete di contratti che, insieme alle norme di legge, disciplinano i rapporti tra tutti i fornitori di risorse all'impresa, resta comunque un margine potenzialmente molto ampio di eventi futuri non previsti, non prevedibili e non regolati, che possono essere legittimamente affrontati con strategie anche molto diverse tra loro, e con effetti molto diversificati sulla soddisfazione dei vari interessi in gioco.

È in questo contesto che va inquadrato il tema dei rapporti tra i vari interessati, ed è in questa prospettiva che va valutata l'importanza del tema dello scopo della società. Nel contesto, cioè, di un potere discrezionale, formalmente affidato all'organo amministrativo, che non può essere completamente incanalato da regole definite *a priori*, e che spesso consente di scegliere tra politiche diverse, che, pur restando rispettose dei diritti legalmente riconosciuti, possono però incidere in maniera molto diversificata sulla soddisfazione dei vari interessi.

Questa considerazione consente anzitutto di valutare i limiti delle impostazioni, diciamo alla Friedman [34], che vorrebbero risolvere anche i problemi connessi allo *short-termism* delegando integralmente al legislatore (ed eventualmente alla contrattazione diretta tra le parti) il compito di fissare i limiti che le imprese, e quindi i loro *managers*, sono tenute rispettare [35].

L'idea che l'intervento del legislatore possa esaurire la protezione degli interessi che stanno a cuore alla collettività è inaccettabile per almeno due ragioni. La prima è che, come si è appena ricordato, la continua evoluzione delle situazioni rilevanti non può essere prevista e regolata in anticipo dal legislatore. Se il potere discrezionale dei *managers* non viene opportunamente indirizzato e controllato, continueremo a doverci affidare ad un continuo, problematico, inseguimento della realtà da parte di legislatori più o meno volonterosi. La seconda, connessa, ragione è che in molte situazioni i rimedi contro le potenziali violazioni di interessi rilevanti non sono un catalogo fisso, da cui il le-

[34] L'ovvio riferimento è al famoso (famigerato) lavoro di M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. Times Mag., Sept. 13, 1970 (nella dottrina italiana, v., recentemente, C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3, 7 s).

[35] L'idea che sia meglio affidarsi al legislatore che ai bilanciamenti dei *managers* aleggia anche come possibile obiezione nei confronti dell'impostazione europea del problema. V. ad es. ROE e altri (nt. 16).

gislatore una volta per tutte sceglie, ma evolvono nel tempo, più o meno velocemente, a seconda del contributo che i soggetti interessati riescono a dare all'innovazione. È verosimile allora che *managers* che non si limitino ad evitare di violare i divieti di legge, ma che siano positivamente impegnati nella soluzione dei problemi, possano dare su questo piano un contributo molto maggiore.

La presenza dell'ineliminabile potere discrezionale degli amministratori ci indica anche i limiti di tutti i progetti che puntano semplicemente a modificare la definizione dello scopo della società per precisare meglio il novero e la natura degli interessi che devono essere protetti.

La definizione legale dello scopo della società ha una capacità di incidenza sull'indirizzo delle scelte dei *managers* che non può andare oltre un certo livello [36]. In assenza di improponibili controlli pubblici sulla coerenza tra scopo definito e comportamenti effettivamente tenuti, soci e *managers* d'accordo hanno ampia possibilità di disattendere praticamente quasi ogni indicazione proveniente dalla definizione legale dello scopo. Alla fine, sia pure in condizioni e con limiti a seconda dei casi diversi, una semplice modifica della disciplina legale relativa alla definizione dello scopo, finirebbe pur sempre per lasciare i soci (in particolare quelli di maggioranza, o comunque quelli di fatto in grado di influenzare il comportamento degli amministratori) sostanzialmente arbitri nel decidere quale concreto livello di effettiva attuazione dovrebbe avere l'eventuale proclamazione (legislativa o statutaria) della protezione degli interessi altri [37].

Deriva da ciò l'enorme importanza delle regole relative alla costituzione e al funzionamento della società. Ogni concreta analisi delle prospettive di eventuali interventi istituzionali deve tenere conto di entrambi questi fattori: definizione giuridica dello scopo, da una parte, e, dall'altra, struttura corporativa e patrimoniale, che definisce modalità e limiti della possibilità di incidere sul modo in cui il potere discrezionale è esercitato.

L'effettiva efficacia delle norme che definiscono lo scopo dipende in sostanza da tutta una serie di altre norme, comprese, ovviamente, quelle che regolano, per il caso di violazione, l'irrogazione di sanzioni. Una norma che,

---

[36] La definizione dello scopo sembra destinata a rilevare soprattutto in presenza di contrasti interni alle diverse componenti societarie.

[37] Non diversamente da quanto di fatto avviene già oggi nella società benefit, cfr. F. Denozza, A. Stabilini, *La società benefit nell'era dell'*investor capitalism*,* in questa *Rivista,* 2017, n. 2; F. Denozza, *La società benefit e le preferenze degli investitori*, in *Dalla benefit corporation alla società benefit*, a cura di B. De Donno-L. Ventura, Cacucci, Bari, 2018, 33.

senza cambiare le caratteristiche corporative e patrimoniali della società per azioni, imponesse ai soci l'assunzione di impegni che costoro non gradiscono e che faranno di tutto per disattendere, avrebbe come si è già rilevato ben poca efficacia.

Più in generale, si può agevolmente rilevare che in una società in cui i gestori sono nominati esclusivamente dai soci, in cui l'azione di responsabilità può essere in generale esercitata solo dai soci e dai creditori, in cui il danno al patrimonio sociale è presupposto imprescindibile per configurare una qualche responsabilità civile degli amministratori (e spesso anche per configurare l'invalidità degli atti), è evidente che la definizione di uno scopo anche solo in parte diverso dai desiderata dei soci, e, se questo è il loro obiettivo, dalla massimizzazione del valore delle azioni, è destinato a restare sostanzialmente irrilevante [38].

Tra la definizione dello scopo della società e la disciplina della sua struttura deve esistere coerenza, sia sul piano pratico (ha poco senso stabilire che un certo interesse deve essere protetto e poi non creare nessuno strumento di tutela del medesimo in caso di sua lesione) sia sul piano sistematico (che senso ha ammettere che la società deve perseguire gli interessi di diverse categorie di *stakeholders* e poi prevedere che però solo una di queste categorie – i soci – nomina tutti i gestori?).

La totale neutralità della forma organizzativa non è pensabile, perché il modo in cui viene strutturato l'esercizio del potere incide inevitabilmente sul modo in cui lo scopo sarà in concreto perseguito.

La morale mi sembra essere: nessuna sostanziale modifica della situazione attuale può essere realizzata modificando semplicemente la definizione legislativa dello scopo, senza intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa.

---

[38] Come sembra essere successo alla Sect. 172 del *Companies Act* inglese, di cui abbiamo già parlato sopra alla n. 13. Per un recente esame critico, v. G. TSAGAS, *Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate times call for soft law measure*, Draft Paper for contribution: Tsagas, *G* (2017).

Interessante, a quanto sembra, anche la vicenda dell'ordinamento indiano, dove esiste una norma (art. 166,2 della legge del 2013) che, al contrario di quella inglese che conserva una posizione privilegiata agli azionisti, pone sullo stesso piano gli interessi di tutti gli *stakeholders*, e che, però, in assenza di adeguati ulteriori presidi, " …makes the Indian situation not altogether different from the ESV model followed in the UK", v. M. NANIWADEKAR, U. VAROTTIL, *The stakeholder approach towards directors' duties under Indian Company Law: a comparative analysis*, in Mahendra Pal Singh, *The Indian Yearbook of Comparative Law*, 2016, 95-120.

6. *Preferenze di "secondo ordine" e problemi di azione collettiva.*

Possiamo ora finalmente affrontare il problema che ci siamo posti all'inizio e chiederci se sia convincente la prospettiva che sembra avere sinora prevalso nell'impostazione dell'Unione Europea, e che ruota, da una parte, intorno all'obiettivo di convincere gli operatori ad adottare visioni di più lungo periodo e, dall'altra, a quello di modificare alcuni meccanismi istituzionali relativi ai doveri dei *managers* e ai loro rapporti con i soci.

Il giudizio sulla prospettiva europea dipende a mio avviso soprattutto da una valutazione della possibilità che si riesca ad innescare un cambiamento negli orientamenti dei principali operatori di mercato. Una simile valutazione presupporrebbe una piena comprensione degli attuali rapporti tra investitori professionali e *managers* delle società in cui investono, comprensione difficile da acquisire, considerato anche che gli investitori professionali sono molto diversi tra di loro, il che rende ancora più difficile la ricostruzione dei meccanismi che governano le loro scelte e gli effetti che le stesse possono produrre [39] Occorrerebbe in realtà una analisi dell'attuale funzionamento dei mercati molto più approfondita e articolata di quella possibile in questa sede [40].

Restando al livello più superficiale, qualche prima riflessione può essere tuttavia suggerita da un esame di dati aneddotico, dal quale sembra risultare l'esistenza in capo agli operatori (i *managers* delle società e i gestori dei principali investitori istituzionali) di una tendenziale consapevolezza soggettiva dei problemi connessi allo *short-termism*.

Tale consapevolezza chiaramente trapela dalle dichiarazioni programmatiche provenienti da alcuni di tali soggetti. Significative indicazioni a questo ri-

---

[39] Come è stato osservato "The 'institutional investor' label says little about the extent of participation or the quality of shareholder engagement. There are important differences between pension funds, insurance companies, hedge funds and other investment funds, and even within each of those categories. The degree of engagement is determined by the institutional investor's 'business model'. A. JOHNSTON-P. MORROW, *Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond* in *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, vol. 3, ETUI, 2015, 19, 30.

[40] Per alcuni, come per esempio gli investitori c.d. attivisti, non è difficile immaginare, almeno a grandi liee, quali possano essere i criteri cui ispirano le loro scelte in materia di intervento nelle società in cui hanno investito. Per altri la questione si fa più complessa, come ad es. per gli investitori "passivi" su cui v. J. COATES, IV (2018). *The Future of corporate governance Part I: The problem of twelve,* o i fondi pensioni, che dovrebbero avere un orizzonte naturalmente di lungo periodo eppure "…invest a large proportion of their funds in a short-term manner", cfr. VITOLS (nt. 10), 14. Sul comportamento dei fondi pensione, v. anche MILLON (nt. 22) 938.

guardo possono essere fornite dal recente dibattito originato dalla presa di posizione di numerosi amministratori di importanti società statunitensi, in favore di un impegno, cui tutti si sentirebbero vincolati, alla considerazione degli interessi non solo dei soci, ma di tutti gli *stakeholders*. Oltre alla rottura che questa dichiarazione di principio segna rispetto alla filosofia dello *shareholder value* negli ultimi anni dominante, è interessante rilevare la relativa coincidenza che sui punti principali esiste tra questa dichiarazione dei *managers* delle imprese operative, quelle provenienti dai *managers* degli investitori istituzionali e da numerose altre autorevoli fonti [41].

Il problema nasce però dai molti dubbi che si possono coltivare in ordine alla effettiva coerenza tra le dichiarazioni di principio e le scelte che vengono poi concretamente compiute sul mercato [42]. Oltre ai dati, pur sempre aneddotici, ma non per questo insignificanti, che possono indicare l'esistenza di una rilevante dissonanza tra i due livelli (dichiarazioni-comportamenti) [43] forti perplessità sono alimentate dalla semplice, quanto paradossale, considerazione per cui se queste dichiarazioni potessero essere assunte come effettivamente impegnative, e come effettivamente descrittive di comportamenti in atto, è evidente che tutti i problemi di cui ci stiamo occupando neppure si porrebbero. Posto che investitori e società operative fossero effettivamente d'accordo sulla necessità di una maggiore attenzione al lungo periodo, e alla protezione degli interessi di tutti gli *stakeholders*, non si vede chi oggi mai potrebbe impedire la realizzazione di questi obiettivi.

Se si accantona il sospetto che le dichiarazioni in questione siano mosse tattiche all'interno di una più complessa partita [44], si può in alternativa ipotiz-

---

[41] Per una rassegna v. J. FISCH, S. DAVIDOFF, *Should Corporations Have a Purpose*?, *U. of Penn., Inst. for Law & Econ. Research Paper*, 2020, 20-22. V. anche M. LIPTON-S. ROSENBLUM, K. CAIN, S. NILES, A. BLACKETT, K. IANNONE, *It's Time To Adopt The New Paradigm*, in *Post on: Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation,* 2019, February.

Nella dottrina italiana, v. il dibattito contenuto in Aa.Vv., *Lo* statement *della* Business Roundtable *sugli scopi della società. Un dialogo a più voci,* a cura di A. PERRONE, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss.

[42] In argomento v. ad es. A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law*, *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 2020, 550, che forse dà però troppo per scontata l'esistenza di quelle che chiama le "prosocial preferences" dei beneficiari.

[43] V. ad es. J. TASMAN-JONES, *Nuns accuse Blackrock of greenwashing in shareholder resolution*, in Portfolio Adviser, 16 Dec 19.

[44] Gli investitori istituzionali potrebbero voler fare una politica di immagine, magari prevenire (ulteriori) regolamentazioni e soprattutto presentare sé stessi come coloro cui, più che ai

zare che esista qui un problema connesso alle difficoltà di far coincidere le scelte compiute nelle singole situazioni, con le scelte ritenute più opportune a livello più generale. È possibile, cioè, che si verifichi qui un fenomeno simile a quello che si crea quando esiste un conflitto tra preferenze immediate e preferenze c.d. di secondo ordine [45].

L'ipotesi, in sostanza, è che i proclami, specialmente quelli degli investitori, riflettano una effettiva consapevolezza della necessità di perseguire certi obiettivi che rispondono non solo ad interessi generali, ma anche ad interessi specifici degli stessi investitori professionali, e che però poi, al momento di operare singole scelte, questa consapevolezza non riesca a controllare la forte tentazione di approfittare di occasioni di buoni guadagni, anche in contraddizione con le affermazioni di principio [46]. Si può pensare, cioè, che gli investitori siano consapevoli dell'esistenza di interessi di tipo, per così dire, sistemico, comuni a tutti loro (e all'intera società), e che però sia per loro difficile un pieno coordinamento di questa consapevolezza con le esigenze che, come si è visto, sono dettate dalla necessità di sopravvivere e, possibilmente, di prevalere nel meccanismo competitivo che abbiamo prima descritto.

Facendo un esempio, tutti (o quasi) gli investitori possono essere interessati

---

managers delle società operative, spetta occuparsi del lungo periodo, degli interessi degli altri *stakeholders*, e dei relativi bilanciamenti. I *managers* della *Roundtable* potrebbero invece cercare di fare un'operazione simile a quella che (a mio avviso) tentarono con successo i loro colleghi di alcuni decenni orsono, quando riuscirono ad allentare la pressione che esercitavano su di loro gli *stakeholders*, e in particolare i lavoratori, dichiarandosi tutori dell'interesse di una massa (allora) anonima di azionisti investitori. Ciò consentì loro di dare ai soci un po' di denaro, e di ottenere in cambio un maggior potere (il controllo esercitato di fatto dai lavoratori, e dai loro sindacati, diminuì e nessun sostanziale aumento si verificò nei poteri dei soci). Oggi che gli azionisti non sono più una massa amorfa, ma sono un gruppo di agguerriti operatori di mercato, è ovvio che questo compromesso non sia più gradito agli amministratori come una volta. Oggi potrebbe quindi succedere qualcosa di simmetrico: i *managers* delle società potrebbero cercare di allentare (in parte) il controllo degli investitori istituzionali, dichiarandosi al servizio di una massa dispersa ed amorfa di *stakeholders*.

[45] Come è noto, il caso considerato tipico è quello, ovviamente diverso da quello di cui ci occupiamo in questa sede, della intossicazione e dipendenza, cfr. A. CARBALLO, *Rationality and second-order preferences*, in *Noûs*, 2018, 196; D. BRUCKNER, *Second-order preferences and instrumental rationality*, in *Acta Analytica*, 2011, 367-385.

[46] Si ripropone, tra l'altro, qui il tema del comportamento di gregge cui abbiamo già accennato. Il singolo investitore ben potrebbe essere personalmente convinto che i prezzi non riflettono adeguatamente il valore delle imprese che fanno investimenti rilevanti, e però continuare a comprare azioni che sa essere sopravvalutate, almeno fino a quando potrà sperare che seguendo la corrente, potrà comunque realizzare, e "mettere al sicuro", qualche immediato guadagno. V. PETRIN, CHOUDHURY, (nt. 13), 16.

a che le società in cui investono si comportino in un certo modo che renda possibile un corretto svolgimento del gioco. È quanto notavo altrove con riferimento, ad esempio, alle regole relative a molti aspetti della *corporate governance*[47]. Molte regole di *corporate governance* tendono infatti ad impedire che le società riescano ad offrire al mercato un'immagine di loro stesse non corrispondente al vero, e tendono così a prevenire il rischio di improvvise brutte sorprese per gli investitori. È ragionevole allora pensare che la maggior parte degli investitori non sia interessata ad una competizione basata sull'abilità nello scoprire ciò che si nasconde dietro le apparenze, e preferiscano invece una trasparenza che consenta a ciascuno di loro di fare le sue speculazioni senza correre il rischio di trovarsi improvvisamente con qualche inaspettato cerino acceso in mano. Qui l'interesse generale ad una gestione delle imprese corretta e trasparente ben si può presumere che coincida con l'interesse specifico della maggioranza degli investitori ad un certo tipo di regolazione della competizione che si svolge tra di loro.

Questo ragionamento può essere generalizzato e può essere riferito ad altri temi ancor più importanti, come il rispetto dell'ambiente, o degli interessi di altri s*takeholders*. Anche qui possiamo immaginare che gli investitori abbiano buoni motivi per considerare almeno alcuni aspetti di questi temi come terreni che invece di essere oggetto di competizione (ciascuno cerca di investire nelle società che riescono a massimizzare i profitti e a minimizzare i rischi di essere punite per la violazione di norme a protezione di qualche interesse di terzi), dovrebbero essere piuttosto oggetto di forme di "garanzia" (un certo livello di rispetto degli *stakeholders* deve essere garantito per tutti, altrimenti si crea un rischio "sistemico" che può diminuire il valore delle partecipazioni colpendo così tutti gli investitori, e non solo quelli meno abili nella competizione).

In un simile contesto sembra decisamente verosimile che questa consapevolezza possa bensì emergere al livello delle riflessioni generali, ma possa poi rivelarsi non in grado di condizionare adeguatamente le scelte che vengono compiute nelle situazioni specifiche dove in concreto si presentano le occasioni di guadagno. Proprio con riferimento alla *corporate governance,* è, per esempio, ben noto l'ambiguo atteggiamento degli investitori nei confronti del fenomeno indicato come *dual-class stock,* la cui presenza è ampiamente osteggiata in via ufficiale[48], cosa che però non sembra comportare un diffuso

[47] F. DENOZZA, (nt.3). In senso analogo M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc*., 2019, 992 ss., che sottolinea l'esistenza di un interesse, potenzialmente comune a tutti gli investitori, a prevenire i rischi sistemici.

[48] Cfr. Council of Institutional Investors, *Dual Class Stock,* reperibile a https://www.cii.org/

rifiuto di sottoscrivere le azioni delle società che hanno emesso azioni a voto plurimo, il che finisce in sostanza per sostenere comunque i corsi delle azioni delle società che fanno ricorso al deprecato istituto.

L'ipotesi che esista un problema di preferenze di secondo ordine, che si concretizza qui in un problema di azione collettiva, porta con sé precise indicazioni sul modo in cui il problema potrebbe essere affrontato a livello istituzionale. I problemi di azione collettiva non si risolvono sul mercato da soli, ma richiedono o interventi esterni, o accordi vincolanti tra i soggetti coinvolti dal fenomeno. La prima alternativa significa, nella specie, che dovrebbe intervenire il legislatore per imporre autoritativamente il perseguimento degli obiettivi che gli agenti non riescono a raggiungere da soli.

La seconda alternativa indirizza verso il ricorso ad accorgimenti istituzionali che possano favorire e regolare l'assunzione di impegni vincolanti atti a prevenire l'opportunismo che potrebbe manifestarsi nelle singole scelte.

7. *Il coinvolgimento degli* stakeholders.

Accantonando la prima alternativa, che richiederebbe interventi legislativi particolarmente incisivi e che richiederebbe uno studio a parte, la seconda alternativa suggerisce di valutare un obiettivo che finora non è stato al centro dei programmi di intervento istituzionale dell'Unione Europea, e che invece potrebbe rappresentare a mio avviso una effettiva ed importante svolta. Potremmo definire questo obiettivo come la creazione di spazi istituzionali in cui possa essere sviluppata una riflessione che tenga conto delle prospettive generali e sistemiche, una riflessione, quindi, particolarmente predisposta a dare adeguato peso a preferenze di secondo ordine ed a visioni di lungo periodo, e che sia in grado di fissare punti fermi non suscettibili di essere messi in discussione dall'opportunismo che può manifestarsi al momento di compiere scelte specifiche.

Dico subito che secondo me questa funzione di produttore di decisioni e di punti di riferimento generali potrebbe essere svolta dai consigli di amministrazione delle grandi imprese. Aggiungo, anche, che il coinvolgimento nei relativi processi decisionali di tutti gli *stakeholders* interessati dovrebbe essere considerato come un fattore decisivo nel determinare il successo nello svolgimento di questa funzione.

---

dualclass_stock, ed ivi un elenco di iniziative ufficiali volte ad ottenere l'eliminazione, o almeno la limitazione, della possibilità per le società che si presentano alla quotazione in borsa, di emettere azioni a voto plurimo.

L'adozione di questa prospettiva dovrebbe comportare una ulteriore evoluzione del ruolo dei consigli di amministrazione delle grandi imprese, già passati dall'essere organi di tipo esecutivo, ad organi di controllo, e che, adesso, nella prospettiva che qui si sta delineando, dovrebbero diventare organi in cui vengono mediate le diverse visioni e i diversi interessi di tutti i soggetti in qualche modo interessati alle sorti dell'impresa. Una mediazione, quindi, anche con gli interessi degli s*takeholders* altri rispetto ai soci, cui dovrebbe essere riconosciuto il diritto di partecipare in qualche modo al processo di valutazione dei vari interessi in gioco [49].

Ovviamente, come si è già notato, non tutti gli *stakeholders* possono essere accreditati come portatori di interessi e di visioni spontaneamente orientate al lungo periodo. Questa non è però una controindicazione decisiva, soprattutto dopo che si sia riconosciuto (v. sopra par. 2) che l'obiettivo non è quello di far prevalere, in ogni modo e a tutti i costi, le visioni di lungo periodo, ma è quello di raggiungere un ragionevole equilibrio tra le esigenze del presente e quelle della preparazione del futuro.

Se si osserva il problema da questo punto di vista (ricerca dell'equilibrio) l'adeguata considerazione di tutti gli interessi rilevanti diventa lo snodo decisivo di tutto il processo di ricerca della migliore mediazione possibile. Da questo punto di vista, sembra difficile negare l'importanza della partecipazione, non necessariamente con lo stesso peso decisionale, di tutti gli *stakeholders* al processo di elaborazione delle concrete mediazioni che dovranno essere di volta in volta effettuate.

Si tratta di passare da una impostazione in cui il principale problema è quello di cercare di far sì che gli interessi degli *stakeholders* siano in qualche modo portati a conoscenza dei *managers* in modo da attirare la loro attenzione e, auspicabilmente, la loro cura (questa è l'impostazione che mi sembra tuttora dominante a livello di Unione Europea), ad una concezione dove invece ci si preoccupa di dare ai titolari degli interessi protetti gli strumenti perché possano essi stessi intervenire, e tentare in tal modo di condizionare il comporta-

[49] L'idea di affidare ai consigli di amministrazione il compito di mediare tra gli interessi dei vari *stakeholders,* è stata vigorosamente sostenuta da M. BLAIR, L. STOUT, *Director accountability and the mediating role of the corporate board*, *Wash. ULQ*, 2001, 403. V. anche, M. BLAIR, *Boards of directors as mediating hierarchs, Seattle UL Rev.*, 2014, 297. Il punto fondamentale, come ho cercato di chiarire nel corso di tutto questo lavoro, è se la mediazione avviene in un contesto in cui tutti gli interessi rilevanti hanno il modo di presentarsi e farsi ascoltare, oppure in un modo in cui sono rappresentati solo gli interessi dei soci e degli interessi dei terzi si tiene conto solo nei limiti in cui questa considerazione sia percepita come conveniente anche per i soci, ed a loro perciò gradita.

mento di chi detiene il potere gestionale, senza aspettare che questi ultimi decidano quali interessi di quali *stakeholders* meritano di essere presi in considerazione.

Rispetto all'attuale politica dell'Unione, sinora basata in sostanza sull'idea di indurre poco alla volta investitori e *managers* delle società in cui investono ad allargare i loro orizzonti, mi sembra che l'appello all'intervento diretto degli *stakeholders,* e alla loro capacità di indicare direttamente gli interessi che stanno più loro a cuore, manifesterebbe una maggiore incisività e più realistiche prospettive di qualche effettiva trasformazione.

L'obiettivo non è quello di "balcanizzare" i consigli di amministrazione, per usare l'espressione a volte utilizzata per evocare distopiche visioni di impese paralizzate da infinite dispute tra tanti frammentati interessi, ma di garantire che tutti gli interessi in gioco vengano correttamente presentati e possano essere oggetto di adeguato dibattito e valutazione.

Per raggiungere questo obiettivo non è indispensabile privare i soci del potere che attualmente, in genere, hanno, di nominare tutti, o la maggioranza dei membri dei consigli e quindi di condizionare le decisioni finali dell'organo [50]. Si tratta, almeno in prima battuta, di modificare le modalità di esercizio del potere di assumere le decisioni finali, rendendo espliciti i conflitti di interessi su cui ogni decisione va ad incidere, e in qualche modo ufficializzando le mediazioni che vengono di volta in volta decise tra le esigenze dei vari *stakeholders*.

Ovviamente le difficoltà di ingegneria istituzionale possono essere molte, a cominciare dalla scelta degli *stakeholders* cui attribuire poteri di *voice* all'interno dell'organizzazione societaria [51].

---

[50] L'art. 5 della *Risoluzione del Parlamento Europeo* citata alla nota 2 si limita timidamente ad affermare che "*gli Stati membri assicurano che le imprese procedano in buona fede a discussioni proficue, significative e informate con i portatori di interessi pertinenti quando stabiliscono e attuano la loro strategia di dovuta diligenza*" però poi, con po' più di coraggio, aggiunge: "*Gli Stati membri assicurano che i portatori di interessi abbiano il diritto di chiedere all'impresa di discutere degli impatti negativi potenziali o effettivi sui diritti umani, sull'ambiente o sulla buona governance che li riguardano, a norma del paragrafo 1.*"

[51] In via sperimentale si potrebbe ad esempio obbligare le società a decidere, ciascuna in base alle caratteristiche della sua attività, quali sono gli *stakeholders* per lei più rilevanti.

Per il resto gli accorgimenti istituzionali ipotizzabili possono essere numerosi. Oltre alla presenza nei consigli di rappresentanti in qualche modo designati dagli *stakeholders*, si può immaginare l'obbligo per le società di certe dimensioni di creare appositi luoghi di sistematica consultazione degli *stakeholders*, oppure la creazione, all'interno del consiglio, di comitati aventi il compito specifico di approfondire i problemi connessi alla tutela di certi interessi, previa consultazione degli interessati, ecc.

Credo tuttavia che questa strada, delineata qui in termini pur molto generici, sia quella più coerente con il quadro di problemi che emerge dall'analisi compiuta nei paragrafi precedenti. Essa tiene anzitutto conto del fatto che siamo in presenza, come si è appena ricordato, di un problema non di prevalenze assolute, ma di equilibri.

Tiene conto, inoltre, della natura anche distributiva che (come a suo tempo sottolineato, v. par. 2) caratterizza l'alternativa tra programmi di breve e programmi di lungo periodo. Se si tiene conto di questo dato, l'idea di affidare tutte le scelte, e tutti i bilanciamenti necessari, ad una sola delle parti in causa (gli investitori soci) non può non suscitare evidenti perplessità, non solo sul piano della giustizia, ma anche su quello dell'efficienza e realizzabilità di programmi che non tengano conto di tutti gli interessi rilevanti.

Quanto, infine, alla garanzia dell'adozione di visioni che diano adeguato spazio al lungo periodo, a me sembra che il fatto stesso di inquadrare il processo decisionale all'interno di un dialogo tra interessi diversi i cui titolari saranno di volta in volta chiamati a prendere impegni, a subire sacrifici, a collaborare, ecc., non può non favorire l'emersione di prospettive di lungo periodo. Se il problema viene appropriatamente posto non come una questione di massimizzazione dei risultati di volta in volta ottenibili, ma come un problema di coordinamento tra i titolari dei vari interessi su cui l'esercizio dell'impresa incide, le prospettive di breve periodo sono destinate ad essere tendenzialmente spiazzate dalla convenienza, e, a volte, dalla necessità, di dilazionare nel tempo la ripartizione dei vantaggi e dei sacrifici. Ripartizioni che potrebbero risultare nell'immediato insopportabili per alcuno, e magari eccessivamente vantaggiose per qualcun altro, potrebbero trovare un accettabile equilibrio quando la ripartizione fosse opportunamente modulata nel tempo.

Un ultimo punto che vorrei sottolineare ci riconduce al tema degli investitori e al problema di azione collettiva che a mio avviso può contribuire ad ostacolarne gli interventi. Il superamento dei problemi di azione collettiva richiede (se non si accoglie l'improbabile prospettiva di affidare tutto al legislatore) di un dialogo ed, in definitiva, un qualche aumento della collaborazione tra gli investitori, dialogo e collaborazione che dovrebbero condurre alla condivisione di prassi e di regole di comportamento.

Questa prospettiva porta con sé aspetti non poco problematici, e può evocare scenari decisamente inquietanti [52]. Il passaggio da una fase di più o meno

[52] V. le preoccupatissime considerazioni di E. ELHAUGE, *How horizontal shareholding harms our economy – and why antitrust law can fix it*, *Harv. Bus. L. Rev.*, 2018, 207. V. anche F. MORTON, H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 Yale L.J.

accanita concorrenza ad una fase di (almeno parziale) intesa e cooperazione tra coloro che detengono il controllo della maggiore ricchezza mondiale, non appare molto allettante. Credo esista la concreta possibilità che partendo dall'obiettivo di tutelare meglio gli *stakeholders* si finisca per dar vita ad una situazione (accordi e cartelli autorizzati tra investitori) in cui i rischi per gli altri *stakeholder*s (e per tutti) anziché diminuire, aumenterebbero a dismisura [53].

Se si considera anche questo aspetto, il fatto di evitare che tutte le principali decisioni finiscano per essere affidate ad accordi più o meno informali tra i principali investitori, e vengano invece istituzionalizzati, come uno dei principali luoghi del dialogo e della composizione tra i vari interessi, consigli di amministrazione in cui siano adeguatamente presentati anche gli interessi di tutti gli altri *stakeholders*, mi sembra che possa anche contribuire a ridurre i pericoli impliciti in una collaborazione tra concorrenti realizzata in luoghi meno istituzionali, e senza alcuna forma di partecipazione e di presenza di altri interessati.

2018, 2026; D. GILO, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 99 Mich. L. Rev. 2000, 29-33; E. ROCK, D. RUBINFELD, *Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance*, Working Paper (Mar. 1, 2017), available at https://ssrn.com/abstract=2925855.

[53] Già oggi alcuni commentatori sottolineano la preoccupante concentrazione di potere in capo ai gestori dei principali fondi, v. J. COATES IV (2018) *The Future of corporate governance Part I: The problem of twelve.* Harvard Public Law Working Paper No. 19-07, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3247337 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3247337.

La responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza creditizia nei confronti di risparmiatori e investitori. La giurisprudenza delle Corti europee

The non-contractual liability of credit supervisory authorities towards savers and investors. The European Courts' case law

Vittorio Santoro [*]

ABSTRACT:

Il lavoro si propone di esaminare la responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza creditizie nei confronti della clientela bancaria dal punto di vista dell'ordinamento europeo, ai sensi dell'art. 340 T.F.U.E. e della normativa europea di settore. Premesse, al riguardo, alcune considerazioni sulla cessione di sovranità da parte degli Stati dell'eurozona, l'a. procede a un'analisi casistica della giurisprudenza delle Corti europee evidenziando una tendenza, seppur "timida", a limitare la storica (e supposta tale) immunità delle autorità di vigilanza e a riconoscere, pertanto, il diritto al risarcimento quando sussista la violazione di una precisa norma europea che conferisca diritti ai risparmiatori.

Parole chiave: attività creditizia – autorità di vigilanza – responsabilità extracontrattuale

The work aims to examine the non-contractual liability of credit supervisory authorities towards banking customers from the point of view of European law, pursuant to art. 340 T.F.U.E. and the European legislation in the sector. After some considerations on the transfer of sovereignty by the eurozone states, the a. proceeds to a casuistic analysis of the jurisprudence of the European Courts highlighting a tendency, albeit "timid", to limit the historical (and supposedly so) immunity of the supervisory authorities and therefore to recognize the right to compensation when there is a violation of a specific european rule that confers rights on savers.

***Keywords**: credit activity – supervisory authorities – non-contractual liability*

[*] Professore ordinario dell'Università degli Studi di Siena; e-mail: vittorio.santoro@unisi.it. Lo scritto è destinato al *Liber amicorum* Francesco Vassalli.

SOMMARIO:

1. La responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza in alcuni ordinamenti europei e nei "principi" del Comitato di Basilea. – 2. Le autorità di vigilanza tra immunità e indipendenza. – 3. La responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 340 T.F.U.E. – 4. Il caso *Paul*. – 5. Giurisprudenza in tema di ablazione dei diritti di proprietà di *asset* finanziari e sua importanza per il tema della risarcibilità. – 6. La Corte di Giustizia tra continuità e discontinuità: il caso *Kantarev*. – 7. Il quadro socio-economico e i possibili sviluppi.

1. *La responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza in alcuni ordinamenti europei e nei "principi" del Comitato di Basilea.*

Nel quadro dell'ampia cessione di sovranità da parte degli Stati dell'eurozona, intendo interrogarmi riguardo al se, e in che misura, le Autorità di vigilanza creditizia (e per esse gli Stati nazionali, allorché coinvolte le rispettive Autorità)[1] siano chiamate a risarcire i danni cagionati a terzi (risparmia-

[1] Uso qui l'espressione "vigilanza creditizia" in senso ampio ricomprendendovi: a) la supervisione in senso stretto (documentale e ispettiva); b) quella riguardante la risoluzione delle crisi bancarie; c) e, a monte, quella regolamentare. Nel sistema europeo, profondamente diverso da quello tradizionale italiano, la prima (a) è affidata alla BCE per il tramite del *Meccanismo di vigilanza unico* (MVU) in collaborazione con le corrispondenti autorità nazionali; la seconda (b), salvo le c.d. competenze di *early intervention* ancora gestite dalle autorità di cui al punto a), è affidata a una nuova Agenzia, vale a dire il *Comitato di risoluzione unico* in collaborazione con le corrispondenti autorità nazionali; la terza (c), è affidata alle Autorità europee di vigilanza (più note con l'acronimo inglese di ESAs), più specificamente, per ciò che qui ci riguarda, all'*Autorità bancaria europea* (ABE). Per un approccio d'insieme cfr., senza pretesa di completezza, D. SORACE, *I "pilastri" dell'Unione bancaria*, in *L'unione bancaria europea* a cura di M.P. Chiti, V. Santoro, Pisa, Pacini, 2016, 91 ss.; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *EU Financial Law*, Milano, Wolters Kluwer, 2016, 183 ss. e *passim*; R. LENER, E. RULLI, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2019, I, 447 ss.; A. PIERINI, *L'Unione Bancaria europea come* federalizing process. *Una prospettiva di diritto comparato*, Milano-Padova, Kluwer-Cedam, 2019, *passim*; A. BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea*, Milano, Giuffrè-Lefebvre, 2020, 29 ss. Con più specifico riguardo al punto *sub* a), cfr. M. MANCINI, *La* Banking Union*: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in *Regole e mercato*, I, a cura di M. Mancini, A. Paciello, V. Santoro, P. Valensise, Torino, Giappichelli, 2016, 571 ss.; per quanto riguarda il punto *sub* b), cfr. O. CAPOLINO, *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, *ibidem*, 623 ss.; per quanto riguarda il punto *sub* c), cfr. A. GARDELLA, *L'EBA e i rapporti con la BCE e con le altre autorità di supervisione e di regolamentazione*, in *L'Unione bancaria* (in questa nt.), 115 ss.

tori e investitori [2]) nell'esercizio delle loro funzioni [3].

Prima di fare diretto riferimento all'ordinamento europeo, è bene rammentare che, in punto di responsabilità extracontrattuale delle autorità di vigilanza, la risposta degli ordinamenti nazionali è varia e va dalla completa immunità (ad es. Germania), all'obbligo di risarcimento nei limiti del dolo e della colpa grave (ad es. Italia, Francia), all'obbligo di risarcimento per qualsiasi violazione delle disposizioni di legge, anche per negligenza (ad es. Finlandia, Danimarca) [4].

Vale la pena soffermarsi brevemente sulle vicende parallele (ma diverse) della Repubblica Federale Tedesca e della Repubblica Italiana, entrambe da rapportarsi ad interventi della giurisprudenza nazionale a seguito di crisi bancarie fra gli anni '70 e '80. In Germania, a seguito del fallimento della *Bankhaus Herstatt* (1974) [5], il *Bundesgerichtshof* aveva ritenuto che i depositanti potessero agire in giudizio, a tutela dei propri diritti, contro l'Autorità di vigi-

---

[2] Trascurerò il tema, più scontato, della responsabilità extracontrattuale verso le imprese vigilate, limitandomi ad osservare che tra stabilità delle imprese creditizie e tutela dei consumatori vi è oggettivamente una contrapposizione di interessi, e che i supervisori si trovano ad arbitrare tra tali interessi in tensione, compito non sempre semplice.

[3] Nella ripartizione di competenze tra BCE e Autorità nazionali all'interno del *Meccanismo di vigilanza unico* (MVU), il criterio principale è quello di attribuire, alla prima, la vigilanza prudenziale sulle banche significative e, alle seconde, quella sulle banche meno significative; ma la BCE ha un potere di supervisione attrattivo della vigilanza anche su queste ultime da ciò derivano incertezze interpretative. La Corte Giust. UE 2 ottobre 2019, casi congiunti *Arkea/BCE e Commissione* C-152/18 P e C-153/18 P, ha respinto il ricorso contro la sentenza di primo grado, stabilendo che una piccola banca cooperativa può essere legittimamente attratta nella vigilanza della BCE attraverso la capogruppo di un gruppo bancario decentralizzato. Anche nel quadro del *Meccanismo di risoluzione unico* (MRU) la ripartizione di competenze si basa sulla distinzione tra banche significative e non significative con facoltà del *Comitato di risoluzione unico* di decidere in qualsiasi momento di esercitare i suoi poteri nei confronti di qualunque banca. Infine, quanto all'EBA, essa ha il compito di promuovere l'unità e l'integrità del mercato unico bancario, armonizzandone la regolamentazione e promuovendo la convergenza delle prassi di vigilanza.

[4] Per una valutazione comparativa, cfr. A. BLANDINI, *Sulla responsabilità degli organi di vigilanza*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, Giappichelli, 1999, 323 ss.; M. TISON, *Challenging the Prudential Supervisor: Liability versus (Regulatory) Immunity*, in *Financial Law Institute*, Working Paper Series, 2003-04, 2 ss.; R. DIJKSTRA, *Liability of Financial Supervisory Authorities in the European Union*, in *J. Eur. Tort Law*, vol. 3, n. 3, 2012, 350 ss.; R. D'AMBROSIO, *The ECB and NCA liability within the Single Supervision Mechanism*, in *Quad. Ric. Giur*. della Banca d'Italia, gennaio 2015, 25 ss.

[5] V. R.M. LASTRA, *Multilevel Governance in Banking Regulation*, in *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, a cura di M.P. Chiti, V. Santoro, Cham Switzerland, Palgrave-Macmillan, 2019, 8.

lanza (*Bundesaufsichtsamt*) [6]. La reazione del legislatore fu nel senso di riformare il *Kreditwesengesetz* (1984) stabilendo che l'Autorità di sorveglianza sulle banche dovesse agire solo nell'interesse pubblico [7] non, invece, nell'interesse dei depositanti [8].

In Italia, a seguito della crisi della Banca Privata Italiana, fu emanato il d.m. Tesoro 27 settembre 1974, che consentiva alle banche, che fossero intervenute nel salvataggio di una banca in crisi, di rifinanziarsi presso la Banca d'Italia al tasso dell'1 per cento, in pratica si trattava di un regalo a spese della finanza pubblica [9]. La giurisprudenza italiana, dal canto suo, in assenza di norme specifiche, è stata a lungo propensa a riconoscere una sostanziale immunità alle Autorità di vigilanza [10], argomentando soprattutto riguardo all'ampiezza della discrezionalità tecnica [11]. In tale atteggiamento c'era qualcosa di non detto o

---

[6] Cfr. A. BLANDINI, (nt. 4), 323 s.; R. D'AMBROSIO, (nt. 4), 20 in nota; P.L. ATHANASSIOU, *Non-contractual Liability under the Single Supervisory Mechanism: Key Features and Grey Areas*, in *JIBLR*, 2015, 7, 386. Con particolare riferimento all'ordinamento tedesco (alla data): M. BÖHME, *Staatshaftung für fehlerhafte Bankenaufsicht nach deutschem und europäischem Recht*, Baden-Baden, Nomos, 2009.

[7] Il precetto è, ora, trasposto nel § 4 (4) *FinDAG*, che ha anche sostituito il *Bundesaufsichtsamt* con il *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* –BaFin– attribuendogli la competenza di supervisione sull'intero sistema finanziario. Il *Grundgesetz* sembra dare diversa indicazione. Esso, infatti, nella traduzione ufficiale a cura dell'Ufficio Stampa del Governo Federale Tedesco, dispone: «Articolo 34 – Responsabilità pubblica in caso di violazione di doveri d'ufficio. Se alcuno, nell'esercizio di una carica pubblica affidatagli, manca al dovere d'ufficio che gli incombe nei riguardi di un terzo, la responsabilità in linea principale tocca allo Stato o all'Ente presso cui egli presta servizio. In caso di premeditazione o di grave negligenza è salvo il regresso. Per l'azione di risarcimento dei danni e per il regresso non può essere esclusa la giurisdizione ordinaria», v. *Legge Fondamentale per la Repubblica Federale di Germania*, Essen-Werden, Industriedruck, 1971, 18; in dottrina, cfr. C. VAN DAM, *European Tort Law*, Oxford, University Press, Oxford, 2006, 486 ss.; K.P. WOJCIK, *Die Feststellung der Nichtverfügbarkeit von Einlagen durch die Bankaufsichtsbehörde im System der Einlagensicherung im Lichte des Urteils de EuGH in der Rs. C-571/16 – Kantarev*, in *WM*, 2019, 1053 s.

[8] Cfr. M. ATRIPALDI, *Il ruolo del* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) *nella vigilanza sulle attività bancarie e finanziarie nell'ordinamento tedesco*, in Liber Amicorum *per P. Costanzo*, *Diritto costituzionale in trasformazione*, VI, *Diritto costituzionale eurounitario e comparazione costituzionale*, in *Consulta Online*, 2020, 131.

[9] Per maggiori dettagli cfr. A. PATRONI GRIFFI, *Le crisi bancarie: il caso Ambrosiano*, in *Le crisi bancarie: il caso del Banco Ambrosiano*, a cura di F. Belli, S. Maccarone, Milano, Giuffrè, 1985, 29 ss.; v. anche gli scritti in *Banche in crisi 1960-1985*, a cura di F. Belli, G. Minervini, A. Patroni Griffi, M. Porzio, Roma-Bari, Laterza, 1987.

[10] V., ad es., Cass. 29 marzo 1989, n. 1531; Cass. 14 gennaio 1992, n. 367 e Cass. 22 luglio 1993, n. 8181.

[11] Cfr. F. SCLAFANI, *La responsabilità civile delle autorità indipendenti nelle funzioni di*

persino di inconfessabile, vale a dire la sicurezza che la tutela dei risparmiatori sarebbe comunque stata garantita da un intervento pubblico.

Dalla fine degli anni '90, anche la nostra Corte di Cassazione ha cambiato rotta [12] e, dopo alcuni anni, il legislatore italiano è intervenuto per evitare almeno la responsabilità delle Autorità per semplice negligenza (un intervento meno drastico di quello stabilito in Germania) stabilendo la responsabilità delle Autorità di vigilanza, dei componenti dei loro organi (e dei dipendenti) per i danni causati «*da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave*» (art. 24, comma sesto-*bis*, l. 28 dicembre 2005, n. 262, come in seguito modificata).

Dunque, nell'esperienza dell'ordinamento italiano come in quello di altri paesi, le Autorità di vigilanza creditizia hanno goduto, a lungo, di una sostanziale immunità, nondimeno scemata in tempi recenti. Tuttavia, l'impostazione "tradizionale" ancor oggi non è così peregrina come potrebbe apparire di primo acchito, tant'è che la c.d. *legal protection for supervisors* è tuttora propugnata dal Comitato di Basilea. Infatti, il secondo "*Core Principle for Effective Banking Supervision*" prescrive che la precondizione fondamentale per un'effettiva vigilanza bancaria consista, appunto, nell'*immunità* delle Autorità di vigilanza creditizia, ivi infatti si legge: «legal framework for banking supervision includes legal protection for the supervisor» [13], il suddetto principio è, più

regolazione e vigilanza dei mercati: molti interrogativi e poche certezze, in *Riv. reg. e merc.*, 2017, 8 ss.

[12] V. Cass., Sez. Un., 22 luglio 1999, n. 500 e Cass. 3 marzo 2001, n. 3132, seguite da copiosa giurisprudenza successiva. In dottrina, fra i tanti, cfr. A. PALMIERI, *Responsabilità per omessa o insufficiente vigilanza: si affievolisce l'immunità della pubblica amministrazione*, in *Foro it*., 2001, I, 1141 ss.; F. VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra "immunità" e tutela degli investitori*, in *A.G.E.*, 2002, 295 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *Riv. dir. comm*., 2006, I, 695 ss.; N. PECCHIOLI, *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, Giappichelli, 2007, 98 ss.; M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, Giuffrè, 2009, 133 ss.; F. SCLAFANI, (nt. 11), 12 ss. Per altra bibliografia, v. R. D'AMBROSIO, *The liability regimes within the SSM and the SRM*, in *Law and Practice of the Banking Union and of its governing Institutions (Cases and Materials)*, a cura di R. D'Ambrosio, in *Quad. Ric. Giur*. della Banca d'Italia, aprile 2020, 527 s.

[13] V. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, September 2012, in *Bank for International Settlement*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.bis.org., 10. V. anche l'*Opinion* della BCE del 27 novembre 2012. In dottrina, cfr. M. TISON, *Do not attack the watchdog! Banking supervisor's liability after Peter Paul*, in *Financial Law Institute*, Working Paper Series, 2005-02, 8 s.; A. BIONDI, M. FARLEY, *The Right to Damages in European Law*, The Netherlands, Wolters Kluwer, 2009, 35 ss.

Si noti ancora che secondo il Comitato di Basilea (4 s.) obiettivo preminente della vigilanza

avanti, precisato come segue: «laws provide protection to the supervisor and its staff against lawsuits for actions taken and/or omissions made while discharging their duties in good faith» e che «the supervisor and its staff are adequately protected against the costs of defending their actions and/or omissions made while discharging their duties in good faith» [14].

Si tratta di *soft law*, vale a dire di raccomandazioni non coercitive [15], che divengono obbligatorie solo a seguito del recepimento in ordinamenti nazionali o sovranazionali, come è il caso dell'Unione europea. Di là di ciò, è singolare che un Comitato internazionale, composto dai rappresentanti delle autorità di vigilanza creditizia dei paesi maggiormente sviluppati [16], affermi un principio a tutela delle medesime, in sostanza ripromettendosi di lasciare a tali autorità le mani libere per la loro azione futura. Tutto ciò in barba al principio di *accountability* [17] che dovrebbe bilanciare il deficit democratico [18], che caratte-

---

è la sicurezza e la solidità delle banche, altri obiettivi possono essere perseguiti solo in quanto compatibili con quello preminente, inoltre, fra gli obiettivi non rientra la prevenzione della crisi degli enti creditizi ma, piuttosto, la riduzione delle probabilità che crisi si verifichi.

[14] V. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, (nt. precedente), 24.

[15] Cfr. D.E. ALFORD, *Core Principles for Effective Banking Supervision: An Enforceable International Financial Standard?*, in *B.C. Int'l & Comp. L. Rev.*, 2005, 259, 269 ss. e 284 ss.; E. FERRAN, K. ALEXANDER, *Can Soft Law Bodies be Effective? Soft Systemic Risk Oversight Bodies and the Special Case of the European Systemic Risk Board*, in *Univ. of Cambridge*, *Legal Studies Research*, paper 36, 2011, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ssrn.com/abstract =1676140V; V. SANTORO, *I limiti del mercato e il fallimento della regolamentazione*, in *Dir. banca e merc. fin*., 2012, I, 14 ss.; B. CELATI, Soft law *nella regolazione dei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Riv. reg. e merc.*, 2020, 312 ss., v. in particolare il par. 2.1.

[16] Cfr. M.E. SALERNO, *Global Finance Governance. The Feasible Future*, Torino, Giappichelli, 2018, 125 ss.

[17] Si tratta di adeguati obblighi di trasparenza e di responsabilità, cfr. P. IGLESIAS-RODRÍGUEZ, *The Accountability of Financial Regulators*, The Netherlands, Wolters Kluwer, 2014, 4 ss. e 183 ss.; R. D'AMBROSIO, *Il Meccanismo di Vigilanza Unico: profili di indipendenza e di* accountability, in *Scritti sull'Unione Bancaria* a cura del medesimo, *Quad. Ric. Giur*. della Banca d'Italia, luglio 2016, 81 ss. Poiché qui ci occupiamo di responsabilità delle autorità di vigilanza bancaria, è importante notare che se, da un lato, è necessario che per essere *accountable* le autorità di vigilanza (nella specie la BCE) siano chiamate a rispondere dinanzi al Parlamento e al Consiglio europeo (A. PIERINI, nt. 1, 184 ss.), ciò tuttavia non è sufficiente: esse dovranno essere sottoposte al pieno controllo giurisdizionale, cfr. R. D'AMBROSIO, M. LAMANDINI, *La sentenza del 30 luglio 2019 del BVerfG sull'Unione bancaria e il difficile dialogo tra Karlsruhe e Lussemburgo*, in *Giur. comm*., 2020, II, 962 ss., in definitiva il significato di *accountability* è più lato di quello che normalmente si afferma. Critico sul punto P.L. ATHANASSIOU, *Financial Sector Supervisors' Accountability: A European Perspective*, in *Legal Working Paper Series*, n. 12, agosto 2011, 33 ss., ove riferimenti bibliografici alle contrapposte tesi.

[18] L'*accountability* è interpretata da alcuni quale autolimitazione, accettabile proprio perché

rizza tali organismi. Una regola di *soft law*, che abbia tale vizio d'origine, manca dell'autorevolezza per essere presa in seria considerazione e dunque per svolgere la funzione (che le sarebbe propria) di guida, non solo per i legislatori, ma anche per l'interpretazione dottrinale [19] e giurisprudenziale.

2. *Le autorità di vigilanza tra immunità e indipendenza.*

Nell'impostazione del Comitato di Basilea l'immunità o, per dirla esattamente con l'espressione dei documenti ufficiali, la "*legal protection*" delle autorità di vigilanza è funzionale all'indipendenza delle stesse e dovrebbe essere bilanciata dalla responsabilità (*accountability*) [20].

Immunità e indipendenza, tuttavia, non sono necessariamente correlate perché l'immunità è piuttosto un tratto caratteristico delle Autorità che godono di ampia discrezionalità e di supremazia nei confronti dei soggetti vigilati. Tale è la ragione per la quale il riconoscimento di immunità solitamente ripugna agli ordinamenti democratici, quando poi queste immunità fossero riconosciute alle c.d. autorità indipendenti, occorrerebbe tener da conto che la dottrina più avvertita ha dimostrato da tempo che si arriva al cortocircuito democratico [21]. Infatti, le autorità indipendenti hanno il carattere e i poteri dello Stato ma non la responsabilità, vuoi quella politica in quanto esse sono caratterizzate da

---

volta a garantire la discrezionalità e l'indipendenza delle Autorità: cfr. R. D'AMBROSIO, (nt. 4), 18 ss.; M. ANDENAS, *Foreward*, in *Quad. Ric. Giur*., gennaio 2015, (nt. 4), 3 ss., sulle orme di P.L. ATHANASSIOU, (nt. 17), 35 ss. In senso opposto N. BADENHOOP, *The Individual Protection Goal in EU Banking Regulation – Process Towards Private Law Enforcement*, in *European Contract Law in the Banking and Financial Union*, a cura di S. Grundmann, P. Sirena, Antwerp, Intersentia, 2020. A mio avviso la verifica del limite deve essere rimessa alla valutazione delle autorità giudiziarie, cfr. anche S. ANTONIAZZI, *Il meccanismo di vigilanza prudenziale. Quadro d'insieme*, in *L'unione bancaria europea*, (nt. 1), 190.

[19] È questo, invece, l'uso che ne fa K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1053.

[20] V. COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, (nt. 13), 22.

[21] Scrive efficacemente N. IRTI (*L'ordine giuridico del mercato*[4], Laterza, Roma-Bari, 2001, 35 s.): «di fronte all'offensiva della neutralità, la politica e le istanze statali si fanno caute e guardinghe (...) onde, l'ideologia dell'economicismo, e degli affari lasciati a se stessi, si veste di neutralità tecnica e invoca le "naturali" leggi del mercato; mentre le istanze statali si celano in nuove forme, più discrete e accettabili. Nascono così e si moltiplicano nei diversi campi dell'economia le "autorità indipendenti"». V. anche M. CLARICH, *Autorità indipendenti: bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, Il Mulino, 2005, 57 ss.; S. LUCATTINI, *Modelli di giustizia per i mercati*, Torino, Giappichelli, 2013, 6 ss. In senso particolarmente critico cfr. C. PINELLI, Input legitimacy *e* output legitimacy *dell'Unione europea: a che punto siamo?*, in Liber Amicorum *per P. Costanzo*, (nt. 8), 2 ss.

un assoluto deficit di rappresentatività, vuoi quella giuridica qualora godano appunto di immunità e i cittadini (risparmiatori, investitori, nel nostro caso) non potrebbero ricorrere al giudice contro gli atti o (soprattutto) le loro omissioni, in quanto i provvedimenti di tali autorità sono diretti alle imprese controllate, pur avendo conseguenze rilevanti anche sulla clientela delle stesse [22].

È interessante notare che in un convegno del 1999 [23] Mario Draghi, da un lato, conveniva che le autorità indipendenti sono parte dell'amministrazione dello Stato di cui, dunque, condividono la natura autoritativa e di preminenza rispetto alle imprese private; ma, d'altro lato, aggiungeva che le autorità indipendenti possono fare un salto di qualità qualora siano attribuiti «i poteri di amministrazione in materia economica, pure in presenza dei necessari controlli, a organismi che siano espressione degli stessi interessi da amministrare». È importante citare la posizione di Draghi in quanto egli è stato uno dei maggiori artefici del Sistema di Vigilanza europeo del quale aveva forse già in mente i tratti fondamentali [24]. Certo Draghi, facendo riferimento agli interessi da amministrare, si riferiva a quelli delle imprese vigilate, ma l'evoluzione dell'ordinamento europeo, oggi sempre più attento al diritto dei consumatori, non può esimerci dal comprendere tra di essi anche gli interessi di questi ultimi [25].

Quanto all'altro termine del binomio proposto dal Comitato di Basilea: l'indipendenza è l'autonomia di giudizio di cui devono godere le autorità nel soppesare i vari e, talvolta, contrapposti interessi in gioco. L'ordinamento europeo la garantisce alla BCE e a talune agenzie tra cui, per quello che interessa più da vicino il nostro discorso, il *Comitato di risoluzione unico* preposto al *Meccanismo di risoluzione unico* (MRU) e l'*Autorità bancaria europea* (ABE). La garanzia sta, fra l'altro, nella professionalità dei membri dei *board* e nella

---

[22] In sede d'interpretazione dell'art. 340 T.F.U.E., R. BARATTA (sub *art. 340 TFUE*, in *Tratt. dell'U.E.*[2], a cura di A. Tizzano, Milano, Giuffrè, 2014, 2470 ss.) non dubita che ciascun individuo sia legittimato ad agire contro l'Unione (secondo co.) e contro la BCE (terzo co.) per responsabilità extracontrattuale. L'a. aggiunge che, se l'atto o l'omissione causativi di responsabilità sono demandati alla discrezionalità delle autorità nazionali, ne rispondono queste ultime secondo la loro legislazione, salvo che il comportamento delle autorità nazionali sia stato imposto da quella sovranazionale.

[23] Si tratta del convegno su *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, Laterza, 1999, 92 s.

[24] V. M. CECCHINI, *L'enigma Draghi*, Roma, Fazi, 2020, 165 ss.

[25] V., infatti, N. BADENHOOP, (nt. 18). *Adde* S. ALVARO, D. VALIANTE, *La tutela costituzionale del risparmio alla luce del diritto europeo*, in *Banca, impr., soc.*, 2021, 23 ss. I risparmiatori/consumatori sono legittimati ad agire per il risarcimento dei danni contro l'Unione europea ai sensi degli artt. 268 e 340 T.F.U.E., ma anche contro gli Stati membri per violazione del diritto comunitario, in tale caso in forza del diritto giurisprudenziale, v. *infra*, par. 3.

stabilità della loro posizione, inoltre alle Autorità stesse viene garantita autonomia funzionale e finanziaria [26].

La dicotomia immunità/indipendenza può oggi essere colta in una significativa sentenza della CGUE: casi *Rimšēvičs e BCE /Repubblica di Lettonia* [27]. I fatti sono i seguenti: il sig. Rimšēvičs, governatore della Banca Centrale di Lettonia, è stato sospettato di aver richiesto e accettato, nella sua qualità di governatore, una tangente al fine di esercitare un'influenza a favore di una banca privata lettone. In conseguenza è stato dapprima arrestato e, al momento del successivo rilascio, sottoposto a misure cautelari, in particolare al divieto di esercitare le funzioni di governatore. Poiché, tuttavia, Rimšēvičs era membro del Consiglio della Banca Centrale europea quest'ultima ha impugnato, dinanzi alla CGUE, la decisione dell'autorità amministrativa anticorruzione della Lettonia (KNAB) di sospensione del governatore, decisione che, invece, era stata confermata dal giudice nazionale delle indagini preliminari. La BCE fa valere le regole di autonomia e indipendenza di cui essa stessa, unitamente ai suoi membri, gode ai termini del Trattato (artt. 130-131) e, più specificamente, ai sensi dell'art. 14.2 dello statuto del SEBC (Sistema europeo delle banche centrali) secondo il quale «Gli statuti delle banche centrali nazionali devono prevedere in particolare che la durata del mandato del governatore della Banca centrale nazionale non sia inferiore a cinque anni. Un governatore può essere sollevato dall'incarico solo se non soddisfa più alle condizioni richieste per l'espletamento delle sue funzioni o si è reso colpevole di gravi mancanze. Una decisione in questo senso può essere portata dinanzi alla Corte di giustizia dal governatore interessato o dal con-

[26] Proprio l'indipendenza è alla base della responsabilità delle Autorità nell'equilibrio presupposto dall'*accountability*, cfr. M. MACCHIA, *Integrazione amministrativa e unione bancaria*, Torino, Giappichelli, 2018, 187 ss. (v. anche 173 ss.). *Adde* C. ZILIOLI, *The indipendence of the European Central Bank and new banking supervisory competence*, in *Indipendence and legitimacy in the institutional system of the European Union*, a cura di D. Ritleng, Oxford, Oxford University Press, 2016, 176 ss.

[27] Corte Giust. UE 26 febbraio 2019, cause riunite *Ilmārs Rimšēvičs*/*Lettonia*, C-202/18 e *BCE*/*Lettonia*, C-238/18 (il primo ricorso è quello di Ilmārs Rimšēvičs, governatore della Banca centrale lettone); v. i commenti di M. MACCHIA, *L'indipendenza delle banche centrali presa sul serio*, in *Giorn. dir. amm*., 2019, 774 ss. e di K. LENAERTS, *The constitution of the Economic and Monetary Union*, in EUROPEAN CENTRAL BANK, *Building bridges: central banking law in an interconnected world*, ECB Legal Conference 2019, December 2019, 431 s. V. anche Corte Giust. UE 17 dicembre 2020, *Commissione europea*/*Repubblica di Slovenia*, C-316/19 e, più risalente nel tempo, Corte Giust. UE 16 giugno 2015, *Gauweiler/Deutscher Bundestag*, C-62/14, su cui v. F. ANNUNZIATA, M. LAMANDINI, *Weiss e il diritto bancario dell'Unione. Banco di prova dei principi fondamentali del Trattato UE*, in *Giur. comm*., 2020, I, 1106.

siglio direttivo, per violazione dei trattati o di qualsiasi regola di diritto relativa all'applicazione dei medesimi» [28].

Si noti che, nelle sue difese, la Repubblica di Lettonia sostiene che la CGUE non è competente altrimenti si avrebbero *conseguenze inaccettabili*, perché «tale competenza attribuirebbe al governatore della Banca centrale di Lettonia un'immunità penale, limiterebbe le misure cautelari che possono essere imposte a quest'ultimo e avrebbe effetti rilevanti sullo svolgimento del processo penale» [29]. Benché il giudizio sia formulato a proposito della legge penale, la Corte osserva che non è in discussione alcuna immunità, per altro non riconosciuta dalle norme europee [30], essa argomenta, con valenza più ampia rispetto all'ambito penale, riguardo all'irrinunciabile stabilità della posizione di Governatore e, infine, rivendica la propria competenza a garantire che il Governatore non sia rimosso, neanche temporaneamente, dall'esercizio delle proprie funzioni [31] per le conseguenze che altrimenti si determinerebbero riguardo alla composizione del Consiglio della BCE. In definitiva, la Corte si occupa delle conseguenze che tale rimozione avrebbero sull'indipendenza dei membri del *board* della BCE, si preoccupa «di garantire l'indipendenza funzionale dei governatori delle banche centrali nazionali in seno al SEBC, che, [pertanto solo] eccezionalmente, una decisione adottata da un'autorità nazionale e che solleva uno di loro dal suo incarico può essere impugnata dinanzi alla Corte» [32].

La Corte, dopo avere affermato che non le spetta sostituirsi ai giudici nazionali competenti a pronunciarsi sulla responsabilità penale di un governatore accusato di corruzione, aggiunge che, invece, le compete «accertare se il sollevamento dall'incarico di un governatore di una banca centrale nazionale sia adottato solo se sussistono indizi sufficienti del fatto che quest'ultimo ha commesso gravi mancanze tali da giustificare siffatta misura», cosa per la quale non è stato fornito dalla Lettonia nemmeno un principio di prova [33], per tale motivo annulla la decisione del KNAB e condanna la Repubblica di Lettonia alle spese.

---

[28] *Rimšēvičs*, (nt. precedente).

[29] *Ibidem*, punto 60.

[30] *Ibidem*, punto 61. Cfr. anche M. Macchia, (nt. 27), 779.

[31] *Ibidem*, punto 62.

[32] *Ibidem*, punti 70-73. Cfr. anche M. Macchia, (nt. 27), 779 s.

[33] Infatti, in sentenza si legge: «la Corte non può che dichiarare che la Repubblica di Lettonia non ha dimostrato che il sollevamento del sig. Ri. dall'incarico sia fondato sull'esistenza di indizi sufficienti del fatto che egli ha commesso gravi mancanze ai sensi dell'articolo 14.2, secondo comma, dello statuto del SEBC e della BCE e, quindi, accoglie il motivo vertente sul carattere non giustificato di tale decisione. Pertanto, non è necessario esaminare gli altri motivi di ricorso», *Rimšēvičs*, (nt. 27), punto 202.

3. *La responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 340 T.F.U.E.*

Riprendendo il filo del discorso del precedente paragrafo 1, con riguardo alle fonti occorre precisare che la responsabilità extracontrattuale dell'Unione è, in primo luogo, regolata dall'art. 340 (2) T.F.U.E., secondo il quale «l'Unione deve risarcire conformemente ai principi comuni ai diritti degli Stati membri, i danni cagionati dalle sue istituzioni e dai suoi agenti nell'esercizio delle loro funzioni». Dunque, le istituzioni europee non godono di alcuna protezione legale per gli atti e le omissioni nell'esercizio dei loro poteri [34]. La giurisprudenza, soprattutto in *Bergaderm* [35], ha poi esteso gli stessi principi alla responsabilità degli Stati membri, chiarendo che le condizioni, sulla base delle quali questi ultimi sono responsabili, non possono essere diverse da quelle che giustificano la responsabilità della Comunità (ora Unione), in conseguenza le Corti europee sono competenti a giudicare anche riguardo alla responsabilità degli Stati nazionali per violazioni di norme dell'Unione qualsiasi sia la violazione «commessa da uno Stato membro, qualunque sia l'organo di quest'ultimo, la cui azioni od omissione ha dato luogo alla trasgressione» [36].

La disciplina della responsabilità extracontrattuale dell'Unione vale anche per la BCE, con la conseguenza che quest'ultima risponde in proprio senza co-

---

[34] L'art. 263 T.F.U.E. conferisce alla CGUE la competenza esclusiva al controllo di legittimità sugli atti delle istituzioni dell'UE ivi compresa la BCE, anche nel caso in cui siano stati adottati con il contributo di autorità nazionali. Spetta, invece, alle corti nazionali applicare le norme sulla responsabilità delle Autorità nazionali, quando ciò implichi l'applicazione di disposizioni europee o circa la conformità delle norme nazionali all'ordinamento europeo, le corti nazionali che abbiano un dubbio sull'interpretazione possono e debbono interpellare la Corte di Giustizia onde evitare la divergenza dei giudicati sul piano europeo [art. 267 (2) T.F.U.E.]. Su quest'ultimo punto, v. Corte Giust. UE 26 maggio 2011, *Stichting Natuur en Milieu/College van Gedeputeerde*, casi congiunti da C-165/09 a C-167/09.

[35] V. Corte Giust. UE 4 luglio 2000, *Bergaderm*/*Commissione*, C-352/98 P, punto 41, ove tuttavia si legge l'inciso «salvo casi specificamente giustificati»; in dottrina cfr. A.H. TÜRK, *Judicial Review in EU Law*, Cheltenam, UK, Northampton, USA, Edward Elgar, 2009, 250 ss.; K. GUTMAN, *The Evolution of the Action for damages against the European Union and its Place in the System of Judicial Protection*, in *Comm. Market L.R.*, 2011, 710 ss.

[36] Così Corte Giust. UE 5 marzo 1996, casi congiunti C-46/93 e C-48/93, *Brasserie du pêcheur*/*Bundesrepublik Deutschland* e *The Queen*/*Factortame*). V. anche Corte Giust. UE 12 ottobre 2004, *Peter Paul/Bundesrepublick Deutschland*, C-222/02, che esamina un caso in cui alcuni cittadini tedeschi hanno agito contro il proprio Stato nazionale per la pretesa violazione di diritti derivanti da norme dell'Unione, i giudici nazionali, in conseguenza, hanno dovuto chiedere l'interpretazione alla CGUE; cfr. A. BIONDI, M. FARLEY, (nt. 13), 19 ss.; P. AALTO, *Public Liability in EU Law*, Oxford-Portland, Oregon, Hart Publishing, 2011, 156 ss.; M.P. CHITI, *Diritto amministrativo europeo*[4], Milano, 2011, 592 ss.

involgere la responsabilità dell'Unione [37]. La regola è ribadita dal reg. 1024/2013 SSM del 15 ottobre 2013 (considerando 61) anche nel quadro del *Meccanismo di vigilanza unico* (MVU); qui, infatti il *Consiglio di vigilanza* è «un organo interno» della BCE incaricato «della pianificazione e dell'esecuzione dei compiti attribuiti» a quest'ultima [art. 26 (1) del suddetto regolamento] [38]. Pertanto, sarà la BCE a rispondere per gli atti di propria competenza quali individuati dagli artt. 4 e 6 (5) del regolamento. Infine, nel quadro del *Meccanismo di risoluzione unico* (MRU), la responsabilità extracontrattuale del *Comitato di risoluzione unico* (agenzia indipendente che vi è preposta) [39] è regolata dall'art. 87 (3), reg. UE, n. 806/2014, negli stessi termini disposti dall'art. 340 (2) T.F.U.E.

Quanto ai «*principi comuni ai diritti degli Stati membri*» [art. 340 (2)], merita denotare che essi sono difficili se non impossibili da rintracciare, sicché la dottrina ha dovuto costatare che il riferimento è «less helpful than it appears» [40]; la conseguenza è che la comprensione della portata della disposizione non può che essere ricostruita sulla base della stessa giurisprudenza delle Corti europee [41]. La norma del Trattato giustifica, tuttavia, il fatto che la CGUE adoperi il metodo comparativo al fine di fare emergere il diritto comune degli Stati dell'Unione [42] e, in caso di importanti divergenze, elabori un'autonoma interpretazione delle norme conforme ai principi del diritto dell'Unione; va da sé che in

[37] Cfr. A.H. TÜRK, *European Banking Union and Its Relation with European Union Institutions*, in *The Palgrave Handbook*, (nt. 6), 44 ss.; P.L. ATHANASSIOU, (nt. 6), 385.

[38] V. D. SORACE, (nt. 1), 101 ss.

[39] V. D. SORACE, (nt. 1), 104 ss.

[40] Così T. TRIDIMAS, *The General Principles of EU Law*[2], Oxford, University Press, 2007, 477 s. e P. AALTO (nt. 36), 62 ss., ma v. R. D'AMBROSIO, (nt. 12), 514 s.

[41] Cfr. R. BARATTA, (nt. 22), 2473 ss. V. anche M. CODINANZI, sub *art. 268 TFUE*, in *Trattato dell'U.E.*, (nt. 22), 2130 e, ora, più incisivamente M.P. CHITI, *The European Banking Union in the Case Law of the Court of Justice of the European Union*, in *The Palgrave Handbook*, (nt. 5), 105 ss.

[42] Questo sistema richiede, talvolta, tempi lunghi di assestamento con risultati in talune fasi poco soddisfacenti. Proprio con riguardo al tema che ci occupa della responsabilità delle autorità nazionali (v. *Paul*, nt. 36) la CGUE ha argomentato che la regola dell'ordinamento tedesco secondo la quale è escluso che le autorità nazionali possano «essere responsabili nei confronti dei singoli» in ragione di una vigilanza, trova conforto e, in qualche modo, giustificazione nel fatto che si provvede «analogamente al diritto tedesco, in un certo numero di Stati membri». La Corte aggiunge, poi, per inciso: «si è sostenuto in particolare che questa normativa è basata su considerazioni relative alla complessità della vigilanza bancaria, nell'ambito della quale le autorità hanno l'obbligo di tutelare una pluralità di interessi, tra i quali in particolare quello della stabilità del sistema finanziario», 44 della sentenza.

presenza di ben ventisette ordinamenti nazionali [43], l'ordinamento europeo costituisce quasi sempre l'unico effettivo punto di riferimento [44].

L'art. 268 T.F.U.E., a sua volta, stabilisce la competenza della Corte di giustizia (e, in primo grado, si ritiene del Tribunale [45]) riguardo alle controversie relative al risarcimento dei danni ai sensi dell'art. 340 T.F.U.E.

È rilevante, infine, che la stessa Corte è competente a pronunciarsi pregiudizialmente quando un giudice nazionale le deferisca questioni d'interpretazione sia riguardanti direttamente il diritto europeo sia riguardanti la conformità del diritto nazionale a quello europeo (art. 267 T.F.U.E.). Proprio questo meccanismo è alla base di due ordinanze della Corte, note come *Paul* e *Kantarev* (*infra* testo e note), di cui ora si darà conto, nelle quali rispettivamente un giudice tedesco e uno bulgaro hanno chiesto se le relative leggi nazionali fossero conformi o meno alle norme della direttiva sulla garanzia dei depositi bancari e se, in caso di risposta negativa, questa circostanza desse luogo alla responsabilità dei loro Stati per fatto proprio e/o delle pertinenti autorità di supervisione creditizia.

4. *Il caso* Paul.

In *Paul* i fatti sono i seguenti: il *Bundesgerichtshof* ha chiesto alla CGUE una pronuncia pregiudiziale (art. 234, ora 267, T.F.U.E.) al fine di decidere sulla richiesta, dei sig.ri Peter Paul e altri, di risarcimento nei confronti della Repubblica Federale tedesca per il tardivo recepimento della direttiva 94/19 (direttiva sulla garanzia dei depositi) e per la carente vigilanza dell'autorità di supervisione creditizia sulla BVH Bank, una piccola banca poi posta in liquidazione [46]. In particolare, la Corte suprema tedesca vuole sapere se la disposizione del diritto nazionale (che stabilisce che le autorità di vigilanza agiscono nell'esclusivo interesse pubblico e pertanto, come detto in precedenza, godono dell'immunità) «debba essere disapplicata a causa del primato del diritto comunitario» [47].

---

[43] Dopo l'uscita del Regno Unito dall'Unione.

[44] Cfr. K. LENAERTS, K. GUTMAN, *The Comparative Law Method and the Court of Justice of the European Union*, in *Courts and Comparative Law*, a cura di M. Andenas, D. Fairgrieve, Oxford, Oxford University Press, 2015, 163 ss.

[45] Cfr., in luogo di molti, M.P. CHITI, (nt. 36), 592.

[46] Cfr. P.L. ATHANASSIOU, (nt. 17), 20 ss.; R. CARANTA, *La responsabilità civile nell'esercizio della funzione di regolazione e vigilanza sui mercati nella prospettiva del diritto dell'Unione europea*, in *Riv. reg. e merc.*, 2017, 48 ss.

[47] I quesiti della Corte suprema tedesca sono dettagliati nel punto 23 di *Paul*, (nt. 36).

Per comprendere la risposta negativa della CGUE è bene tenere conto che essa segue l'interpretazione della prevalente dottrina, secondo la quale la protezione, offerta dal legislatore europeo ai risparmiatori, è solo indiretta poiché, attraverso il perseguimento della stabilità del sistema creditizio e finanziario, si crea il ragionevole affidamento nel pubblico di una tutela dei loro investimenti o, se si preferisce, si accresce la probabilità che i risparmi siano salvaguardati. Con tale impostazione si confermerebbe per l'ordinamento europeo quanto già si è visto a proposito di quello tedesco, vale a dire che l'unico scopo della legislazione speciale è la protezione dell'interesse pubblico alla stabilità del sistema finanziario [48], l'assunto a me sembra discutibile se espresso in maniera drastica.

La CGUE argomenta che la direttiva 94/19 non si oppone all'immunità di cui gode la vigilanza tedesca, perché non dispone un diritto soggettivo dei depositanti alla rapida attuazione delle norme europee. In conseguenza i ricorrenti non potranno ottenere dinanzi ai giudici nazionali nessun risarcimento del danno riguardo al tardivo recepimento della direttiva 94/19 né per carente vigilanza da parte del *Bundesaufsichtsamt*. Secondo la Corte, l'art. 3, nn. 2-5, della direttiva 94/19, serve solo a «garantire ai depositanti che l'ente creditizio presso il quale essi effettuano il loro deposito fa parte di un sistema di garanzie dei depositi, di modo che sia salvaguardato il loro diritto ad essere indennizzati in caso di indisponibilità del loro deposito conformemente alle norme previste dalla detta direttiva e più in particolare all'art. 7» [49], esso non attribuisce, invece, «diritti ai depositanti in caso di indisponibilità dei loro depositi causata da una vigilanza carente da parte delle autorità nazionali competenti, se ed in quanto è assicurato l'indennizzo dei depositanti previsto dalla direttiva 94/19» [50], sicché le norme della direttiva non possono essere interpretate nel senso che si oppongono «ad una norma nazionale secondo cui i compiti dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi sono svolti solo nell'interesse pubblico, cosa che esclude secondo il diritto nazionale che i sin-

[48] In luogo di molti cfr. M. ANDENAS, D. FAIRGRIEVE, *To Supervise or to Compensate? A Comparative Study of State Liability for Negligent Banking Supervision*, in *Judicial Review in International Perspective*, a cura di M. Andenas, D. Fairgrieve, The Netherlands, Wolters Kluwer, 2000, 337 ss.; R. D'AMBROSIO, (nt. 4), 19 ss. *Contra* N. BADENHOOP, (nt. 18). V., ora, anche S. ALVARO, D. VALIANTE, (nt. 25), 24.

[49] *Paul*, (nt. 36), punto 29.

[50] *Ibidem*, punto 50, ma v. anche punti 48 e 49. Anche l'avv. generale, sig.ra C. Stix-Hackl, conclude che la direttiva 94/19/CE non riconosce alcun diritto al depositante affinché siano adottate le misure in essa stessa previste, di conseguenza non può farsi luogo ad alcuna pretesa risarcitoria. Conclusioni presentate il 25 novembre 2003.

goli possano chiedere il risarcimento dei danni causati da una vigilanza carente da parte di tale autorità» [51]. In conseguenza la direttiva non è nemmeno in contrasto con «una norma nazionale secondo la quale i compiti dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi sono svolti solo nell'interesse pubblico, cosa che esclude secondo il diritto nazionale che i singoli possano chiedere il risarcimento dei danni causati da una vigilanza carente da parte di tale autorità» [52].

La sentenza *Paul* s'iscrive in quella giurisprudenza europea definita da alcuni "riluttante" e, comunque, propensa a negare che il diritto europeo riconosca diritti soggettivi ai cittadini, si vedrà più avanti che l'atteggiamento della CGUE è, in parte, recentemente mutato [53]. Riguardo a *Paul* sono state avanzate critiche da parte di chi vi ha ravvisato il rischio della frammentazione del diritto europeo su base nazionale [54].

5. *Giurisprudenza in tema di ablazione dei diritti di proprietà di* asset *finanziari e sua importanza per il tema della risarcibilità.*

È già emerso nel paragrafo precedente che il punto critico è se e quando l'ordinamento europeo riconosca uno specifico diritto in capo agli individui (persone fisiche e giuridiche), talché le Corti europee possano riconoscerne l'azionabilità. Di là del campo del credito e della finanza, non manca la casistica, anche lontana nel tempo [55], i precedenti riguardo al credito e alla finanza, invece, possono ridursi principalmente a due: il già citato caso *Paul* e quello *Kantarev* [56].

---

[51] *Paul*, (nt. 36), punto 32.

[52] *Ibidem*, punto 47.

[53] V. Corte Giust. UE 14 marzo 2013, *Leth*/*Republik Österreich*, C-420/11. In dottrina, R. CARANTA, (nt. 44), 62; *adde* F. DELLA NEGRA, *I rimedi per la violazione di regole di condotta Mifid II, una riflessione di diritto UE*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2020, I, 705 ss.

[54] Cfr. P.L. ATHANASSIOU, *Bank supervisors'Liability: a European Perspective*, in *Yearbook of Eur. Law*, 2011, 1, 226; M. TISON, (nt. 13), 19 ss.; R. CARANTA, (nt. 46), 52 ss.; così sembra anche K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1050 ss., ma in modo ondivago.

[55] Ad es., ma ci tornerò più avanti, *Bergaderm* e *Brasserie du pêcheur* (*supra*, note 35-36). Cfr. P. AALTO, (nt. 36), 3 ss. e 136 ss.; G. PISTORIO, *Il «pluralismo delle idee» nell'evoluzione del sistema europeo*, in Liber Amicorum *per P. Costanzo*, (nt. 8), 50 ss.

[56] V. Corte Giust. UE 4 ottobre 2018, *Kantarev*/*Balgarska Narodna Banka*, C-571/16. Cui si può aggiungere il caso pendente *BT*/*Balgarska Narodna Banka*, C-501/18, per il quale si dispone solo delle Conclusioni dell'avv. generale M. Campos Sànchez-Bordona, presentate il 17

Prima di addentrarci nell'esame di questo secondo caso, è utile denotare che una comprensione a tutto tondo del tema postula una prospettiva più ampia, sicché qualche utile osservazione può derivare da quella giurisprudenza (qui anche della Corte europea per i diritti umani) che ha deciso su questioni a monte della richiesta di risarcimento. Mi riferisco alla giurisprudenza che si è occupata di provvedimenti (legislativi, amministrativi ecc.) che si pretendono lesivi del diritto di proprietà (di *asset* finanziari) di cittadini dell'Unione. Se tale lesione fosse stata riconosciuta le decisioni delle corti avrebbero potuto costituire presupposto per un'azione di risarcimento [57].

In *Grainger* [58], alcuni azionisti della banca Northern Rock si erano lamentati di essere stati ingiustamente espropriati delle proprie azioni in applicazione della legislazione speciale del Regno Unito emanata per il salvataggio di

settembre 2020. L'avvocato generale richiama e si conforma al precedente (*Kantarev*) e si pone solo il problema dell'equiparazione dei crediti non scaduti, di cui è titolare la ricorrente, ai crediti scaduti, di cui era questione in *Kantarev* e, entrando nel dettaglio del significato delle norme nazionali bulgare, risponde che prima della "dichiarazione di indisponibilità" il credito non scaduto non può essere considerato indisponibile. Infatti, l'art. 1 (3, i), in combinato disposto con gli artt. 7, parr. 6 e 10, della direttiva 94/19 «deve essere interpretato nel senso che: – un deposito non dovuto né pagabile secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili non può essere preso in considerazione dall'autorità competente per constatare l'indisponibilità dei depositi». All'opposto dopo la "dichiarazione di indisponibilità"; infatti il credito derivante da «un deposito non dovuto né pagabile secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili deve essere qualificato come deposito rimborsabile dopo appunto che l'autorità competente abbia constatato l'indisponibilità dei depositi dell'istituto finanziario». Pertanto, Campos Sànchez-Bordona conclude che «il giudice nazionale deve disapplicare una norma nazionale che subordini l'obbligo di restituire i depositi non ancora dovuti né pagabili, ma in relazione ai quali sia stata emessa una dichiarazione di indisponibilità, alla circostanza che sia stata previamente revocata la licenza dell'istituto finanziario depositario. Esso deve inoltre astenersi dall'applicare una clausola che trasponga in un contratto di deposito bancario la suddetta norma nazionale incompatibile con il diritto dell'Unione» (punto 71).

[57] I presupposti possono ovviamente essere molteplici, più frequentemente è costituito dall'annullamento di un atto che incide nella sfera giuridica di colui che poi ricorre.

[58] V. CEDU 10 luglio 2012, n. 34940/10, *Grainger/UK*. Il caso è stato discusso dinanzi alla *Corte europea per i diritti umani* poiché la questione riguarda l'applicazione dell'art. 1 del Protocollo Addizionale della Convenzione per i diritti dell'uomo, che dispone che «No one shall be deprived of his possessions except in the public interest and subject to the conditions provided for by law and by the general principles of international law. The preceding provisions shall not, however, in any way impair the right of a State to enforce such laws as it deems necessary to control the use of property in accordance with the general interest …». Sul caso, v. M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, J. SOLANA ÁLVAREZ, *Depicting the limits to the SSM's supervisory powers: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights' Protections, Quad. Ric. Giur.* della Banca d'Italia, novembre 2015, 58 ss. e S. JAMES, L. QUAGLIA, *The UK and Multi-level Financial Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2020, 12 e 71 ss.

detta banca. La Corte non ha escluso, in linea di principio, che vi possa essere espropriazione della proprietà delle azioni ma ha interpretato le disposizioni nazionali come ragionevole contemperamento del diritto di proprietà con l'interesse pubblico. I giudici, infatti, scrivono: «The Court observes that it is well established in its case-law that any interference with the right to the peaceful enjoyment of possessions must, indeed, strike a "*fair balance*" between the demands of the general interest of the community and the requirements of the protection of the individual's fundamental rights (…) there must be a reasonable relationship of proportionality between the means employed and the aim sought to be realised by any measure applied by the State». Sembra così raggiunta la consapevolezza che l'interesse pubblico, ragionevolmente individuato dal legislatore, costituisca un limite legittimo alla pienezza dei diritti di proprietà, appunto perché tale limite è conforme alla Convenzione dei diritti dell'uomo e, occorre aggiungere, alle norme di rango costituzionale dei paesi europei.

Non è chiarissimo quale sia in concreto l'interesse pubblico, ragionevole e ben individuato, che può limitare il diritto di proprietà di azionisti e obbligazionisti. Il legislatore europeo ne offre un elenco, forse fin troppo ampio. L'art. 31 BRRD (si tratta della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche) dispone che occorre: 1) garantire la continuità delle funzioni essenziali delle banche; 2) evitare effetti negativi rilevanti sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato; 3) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; 4) tutelare i depositanti e gli investitori; 5) più in generale, tutelare i fondi e le attività dei clienti. L'elencazione di obiettivi così numerosi ne indebolisce la prescrittività; per altro, le formule adoperate dal legislatore europeo, in buona dose generiche, impediscono che le decisioni amministrative possano essere sindacate davanti al giudice «per l'alto tasso di discrezionalità tecnica» che presuppongono [59]. Si aggiunga che manca una vera e propria scala di valori tra i vari obiettivi [60], fatto salvo la preminenza dell'interesse pub-

[59] E viceversa, come nota M. TISON, (nt. 13), 5; più in generale, riguardo all'impatto della discrezionalità sulle decisioni giurisprudenziali cfr. C. VAN DAM, (nt. 7), 515 s. V. anche *Brasserie du pêcheur*, (nt. 36), punti 46-47.

[60] Si può svolgere un ragionamento analogo per quanto riguarda le ESAs (su cui v. nt. 1) in relazione all'art. 1 (5) dei relativi regolamenti, al riguardo rinvio al mio *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?*, in *Banca, impr., soc*., 2018, 195 ss. Altri esempi di conflittualità fra i compiti assegnati alle autorità di supervisione creditizia in R. D'AMBROSIO, (nt. 12), 524 ss. Per segnalare tale situazione, che ha forti implicazioni nella valutazione delle Corti

blico alla stabilità finanziaria, vale a dire una corretta allocazione delle risorse al fine di prevenire o assorbire gli *shock* finanziari nel contesto economico [61]. Dunque, è proprio l'eterogeneità dei fini ad accrescere la discrezionalità delle Autorità, in quanto consente loro di stabilire, autonomamente, quali siano gli obiettivi di volta in volta prioritari.

Tuttavia, in alcune decisioni la CGUE precisa una scala di valori, ciò accade quando siano comparati più interessi generali dell'Unione europea e viene considerato quello degli investitori di grado minore a confronto dell'interesse alla stabilità del sistema finanziario [62]. Così, in *Kotnik* e *Dowling* [63], la CGUE, da una parte, osserva che esiste un chiaro interesse pubblico volto ad assicurare una protezione forte e sicura degli investitori in tutta l'Unione Europea; dall'altra, aggiunge che tale interesse non può prevalere in tutte le circostanze sull'interesse generale alla stabilità del sistema finanziario, vale a dire quando la stabilità sia messa a rischio.

Dunque, per la Corte è cruciale preservare il corretto funzionamento del sistema creditizio e finanziario. In *Ledra* [64], come in *Kotnik* [65] e *Dowling* [66], ciò è considerato un obiettivo di interesse generale perseguito dall'Unione Europea. Con ciò si ha la conferma di quanto già si osservava nelle pagine precedenti, che proprio in ciò consiste lo scopo costante e tradizionale dei sistemi creditizi e finanziari dei paesi sviluppati; e ne è riprova il fatto che per realizzare tale scopo tutti i paesi hanno investito immense risorse nei periodi di crisi.

In *Ledra*, la CGUE osserva che «i servizi finanziari giocano un ruolo centrale nell'economia dell'Unione. Le banche e gli istituti di credito sono una fonte essenziale di finanziamento per le imprese attive nei diversi mercati. Inoltre, le banche sono spesso interconnesse e molte di loro esercitano le loro attività a livello internazionale. È per tale ragione che la grave difficoltà di una o più banche rischia di propagarsi rapidamente alle altre banche, vuoi nello Stato membro

---

riguardo alla responsabilità extra contrattuale, in letteratura si parla anche di sovraccarico delle strutture.

[61] V. Corte Giust. EU 29 settembre 2016, casi riuniti C-105/15 e C-109/15, *Mallis*/*Commissione e BCE*. In dottrina M. MACCHIA, (nt. 27), 234 ss.

[62] V. anche K. LENAERTS, (nt. 27), 422 ss.

[63] Corte Giust. UE 19 luglio 2016, C-526/14, *Kotnik*/*Dravni zbor Republike Slovenije*, 91; Corte Giust. UE 8 novembre 2016, C-41/15, *Dowling*/ *Minister for Finance of the Republic of Ireland*, 54.

[64] Corte Giust. UE 20 settembre 2016, *Ledra*/*Commissione* e *BCE*, casi riuniti da C-8/15 P fino a C-10/15 P, punti 71-72.

[65] *Kotnik*, (nt. 63), punto 50.

[66] *Dowling*, (nt. 63), punto 54.

interessato, vuoi in altri Stati membri. Ciò rischia a sua volta di produrre ricadute negative in altri settori dell'economia» [67]. Secondo la CGUE le restrizioni, relative ai diritti di proprietà dei depositanti, non possono essere considerate ingiustificate quando sia in gioco la stabilità del sistema bancario, purché, tuttavia, l'azione pubblica sia conforme alla legge oltre che ragionevolmente proporzionata e non discriminatoria riguardo ai creditori appartenenti alla stessa classe.

6. *La Corte di Giustizia tra continuità e discontinuità: il caso* Kantarev.

Nonostante le difficoltà sin qui evidenziate, in *Kantarev* [68] le tensioni tra stabilità del sistema creditizio e tutela dei risparmiatori sembrano risolversi a favore di quest'ultima [69]. Infatti, la CGUE riconosce al sign. Kantarev il diritto di presentare un ricorso per risarcimento del danno causato dal rimborso tardivo dei depositi; quanto, poi, all'accertamento in concreto della responsabilità per danni dello Stato (la Repubblica di Bulgaria) mediante un ricorso contro l'autorità di vigilanza [70], la questione è rimessa al giudice nazionale che dovrà

[67] *Ledra*, (nt. 64), punto 72.

[68] V. nt. 56. Per i commenti D. SIMON, *Responsabilité des États membres*, in *Europe*, 12, 2018, 18 s. e K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1046 ss.

[69] La Corte osserva, infatti, che «la tutela dei depositanti richiede che i loro depositi siano rimborsati quanto prima a decorrere dalla loro indisponibilità affinché tali depositanti non siano privati dei loro risparmi e non si trovino di conseguenza nell'impossibilità di provvedere, in particolare, alle loro spese quotidiane. Dall'altro lato, la stabilità del sistema bancario richiede anche un rimborso rapido dei depositanti al fine di evitare che le difficoltà finanziarie di un ente creditizio, seppur temporanee, comportino un fenomeno di ritiro in massa dei depositi e si estendano quindi al resto del sistema bancario», *Kantarev*, nt. 56, punto 58. V. anche Corte Giust. UE 22 marzo 2018, *Agnieška Anisimovienė*, cause riunite C 688/15 e C 109/16, punto 83. In quest'ultima sentenza è stato stabilito che i risparmiatori hanno diritto all'indennizzo stabilito dalla direttiva sulla garanzia dei depositi ancorché si tratti di «fondi, i cui importi siano stati addebitati su conti di cui taluni soggetti privati erano titolari presso un ente creditizio e siano stati accreditati su conti aperti a nome di quest'ultimo, a titolo della sottoscrizione di futuri valori mobiliari di cui tale istituto doveva essere l'emittente, in circostanze in cui l'emissione di questi valori alla fine non è stata realizzata a causa del fallimento dell'ente creditizio in questione, ricadono sia nell'ambito dei sistemi di indennizzo degli investitori previsti dalla direttiva 97/9, sia in quello dei sistemi di garanzia dei depositi previsti dalla direttiva 94/19» (punto 99), in definitiva ancorché non si tratti di una deposito in senso proprio, ma di un'operazione transitoria intesa a creare la provvista per la sottoscrizione di titoli che in concreto non sono stati mai emessi a causa dell'intervenuto fallimento della banca emittente (punti 96 ss.).

[70] Convenuta è la Banca centrale della Bulgaria, ma responsabile per il risarcimento è la

accertare la sussistenza delle condizioni di risarcibilità quali, tuttavia, individuate dalla giurisprudenza europea in: 1) una violazione sufficientemente precisa di una norma europea; 2) un nesso di causalità produttivo del danno [71].

Il caso nasce dalla domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Tribunale amministrativo di Varna (Bulgaria), il quale in buona sostanza chiede se gli artt. 1 (punto 3, i) e 10, par. 1, della direttiva 94/19 concedano ai depositanti il diritto di chiedere il risarcimento alla Repubblica di Bulgaria per violazione, da parte della Balgarska Narodna Banka (*BNB*) quale autorità competente, del termine per l'accertamento dell'indisponibilità dei depositi presso la Korporativna Targovska Banka.

Il sig. Kantarev, al fine di ottenere il risarcimento nel procedimento dinanzi al Tribunale amministrativo, ha sostenuto che nel suo Paese vi è stata un'erronea applicazione della direttiva 94/19 e che il rimborso tardivo del suo deposito (dovuto all'effetto di un provvedimento della *BNB* di risanamento, previsto dalla legge nazionale, per tutelare la banca dall'insolvenza) gli avrebbe causato un danno corrispondente agli interessi di mora.

La *BNB* obietta che la sentenza *Paul* avrebbe già escluso che il singolo possa far valere la responsabilità di uno Stato membro per un indennizzo superiore a quello previsto dalla rispettiva legge nazionale [72]. Benché l'argomento sia respinto, la Corte fa salvo il precedente affermando che le circostanze da cui sono nate le due controversie sono diverse [73]: mentre in *Paul* si esclude «che i singoli possano chiedere il risarcimento dei danni causati da una vigilanza insufficiente o carente da parte dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi o ritenere lo Stato responsabile sul fondamento del diritto dell'Unione per il motivo che tali compiti di vigilanza sono svolti nell'interesse generale», invece, in *Kantarev* «il giudice del rinvio chiede se uno Stato membro possa essere ritenuto responsabile a causa dell'erroneo recepimento della direttiva 94/19 e dell'attuazione non corretta del meccanismo di garanzia dei depositi previsto da quest'ultima» [74].

Repubblica di Bulgaria secondo i principi già enunciati in *Bergaderm*, (nt. 35). V. *Kantarev*, (nt. 56), n. 5 del PQM.

[71] *Kantarev*, (nt. 56), n. 4 del PQM.

[72] *Kantarev*, (nt. 56), punto 41, ove si legge che dalla sentenza *Paul* si evince che «un singolo non può chiedere il risarcimento dei danni causati da una vigilanza carente da parte dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi, qualora sia garantito il rimborso dei depositanti previsto dalla direttiva 94/19». V. anche le conclusioni dell'avv. generale Juliane Kokott, presentate il 7 giugno 2018, punto 78 ss.

[73] K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1053 ss.

[74] *Kantarev*, (nt. 56), punti 89-91. Ove, fra l'altro si legge che in *Paul* si esclude «che i sin-

Nel merito, la CGEU ricorda la propria costante giurisprudenza [75], a partire da *Brasserie du pêcheur* [76], secondo la quale il diritto al risarcimento è riconosciuto purché siano soddisfatte tre condizioni, vale a dire che: 1) la norma di diritto dell'Unione violata abbia lo scopo di conferire diritti ai singoli [77]; 2) la violazione di tale norma sia sufficientemente qualificata [78]; 3) sussista un nesso causale diretto tra la violazione e il danno subito da singoli [79].

1) Quanto alla prima condizione la Corte ritiene che l'art. 1, punto 3 (i), della direttiva sui fondi di garanzia dei depositi, sia una norma volta a conferire ai singoli depositanti diritti [80] che consentono di presentare un ricorso per risarcimento del danno causato dal rimborso tardivo dei depositi. Mentre spetta al giudice del rinvio verificare, da un lato, se il mancato accertamento dell'indisponibilità dei depositi entro il termine di cinque giorni lavorativi previsto in detta disposizione, nonostante fossero soddisfatte le condizioni chiaramente enunciate in tale disposizione, costituisca, nelle circostanze del procedimento principale, una violazione sufficientemente qualificata ai sensi del diritto dell'Unione e, dall'altro, se sussista un nesso di causalità diretto tra tale violazione e il danno subito da un depositante.

---

goli possano chiedere il risarcimento dei danni causati da una vigilanza insufficiente o carente da parte dell'autorità nazionale di vigilanza sugli enti creditizi o ritenere lo Stato responsabile sul fondamento del diritto dell'Unione per il motivo che tali compiti di vigilanza sono svolti nell'interesse generale», mentre in *Kantarev* «il giudice del rinvio chiede se uno Stato membro possa essere ritenuto responsabile a causa dell'erroneo recepimento della direttiva 94/19 e dell'attuazione non corretta del meccanismo di garanzia dei depositi previsto da quest'ultima». Detta così sembra che la questione stia tutta in un errore di impostazione della domanda attorea nel caso *Paul*, la questione è più chiara se si considera, in punto di fatto, che il giudice nazionale aveva già condannato lo Stato tedesco ad indennizzare i depositanti per l'importo garantito previsto dalla legge nazionale, ma il sig. Peter Paul, come i suoi litisconsorti, avevano successivamente chiesto di essere ristorati anche per la perdita finanziaria eccedente l'importo garantito dalla direttiva.

[75] *Ibidem*, punto 105.

[76] V. *Brasserie du pêcheur* (nt. 36), punto 51; in dottrina P. AALTO, (nt. 36), 51 ss.

[77] Cfr. P. AALTO, (nt. 36), 41 s.

[78] V. *Brasserie du pêcheur*, (nt. 36), punto 56; R. CARANTA, (nt. 46), 10 s.

[79] V. Corte Giust. UE 29 luglio 2019, *Hochtief/Törvenyszèk*, C-620/17, punto 35, e 19 aprile 2012, *Artegodan/ Commissione e Repubblica federale di Germania*, C 221/10 P, punti 82 e 97.

[80] Cfr. A.H. TÜRK, (nt. 37), 257 ss.; P. AALTO, (nt. 36), 40 ss.; A. BIONDI, M. FARLEY, (nt. 13), 31 ss., ove riferimenti ad altra giurisprudenza della Corte. Si noti, per inciso, che la direttiva del 1994 è stata sostituta da quella UE/2014/49, che rafforza i diritti dei depositanti; v. compiutamente I. MECATTI, *L'organizzazione dei sistemi di garanzia dei depositanti in funzione degli interventi alternativi per la prevenzione e la gestione della crisi delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2020, 217 ss.

1 e 2) Quanto sia alla prima sia alla seconda condizione, la Corte dà per scontato che le norme della direttiva siano incondizionate e sufficientemente precise, limitandosi a richiamare *Indėlių* (un precedente in termini) [81] ma aggiungendo che l'obbligo della *BNB* è preciso anche riguardo al termine entro cui avrebbe dovuto provvedere, vale a dire *non appena possibile* e *comunque entro cinque giorni* lavorativi dopo avere stabilito che i depositi scaduti ed esigibili non sono stati restituiti [82]. Nel caso concreto questo è il punto dirimente poiché il ricorrente ha chiesto il risarcimento del danno consistente nel pagamento degli interessi per il ritardo nell'erogazione dell'indennizzo. Non avrei dubbi che la disposizione della direttiva, relativa al diritto al rimborso in un termine brevissimo e ben individuato, rivesta un carattere assolutamente preciso [83]. L'osservazione di un commentatore secondo la quale la Corte confonde tra il diretto riconoscimento di un diritto da parte dell'ordinamento europeo e l'obbligo di creare dei diritti imposto agli ordinamenti nazionali (questo sarebbe il caso in *Kantarev*) [84] mi sembra speciosa e volta a contrastare la naturale espansione delle norme europee con l'obiettivo di conformare ad esse gli ordinamenti nazionali [85].

2) Quanto alla seconda condizione, occorre chiarire che il concetto di *violazione della legge sufficientemente grave* è il risultato al quale è pervenuta la Corte in *Brasserie du pêcheur*. In tale sentenza, infatti, si legge: «il giudice nazionale non può, nell'ambito della normativa nazionale che esso applica, subordinare il risarcimento del danno all'esistenza di una condotta dolosa o colposa dell'organo statale al quale è imputabile l'inadempimento, che si aggiunga alla violazione manifesta e grave del diritto comunitario» [86]; il giudice europeo ha inteso superare la «nozione di condotta imputabile per dolo o colpa»

---

[81] Corte Giust. UE 25 giugno 2015, «*Indėlių ir investicijų draudimas» VĮ*, C 671/13, punto 57.

[82] *Ibidem* punto 100, e v. K.P. WOJCIK (nt. 7), 1050 ss.; invece, D. SIMON, (nt. 68), 19, osserva che ai giudici nazionali non rimane alcun margine di apprezzamento, infatti, è la stessa Corte che non si limita a fornire l'interpretazione della direttiva ma propone la soluzione del caso concreto.

[83] La CGUE aggiunge, tuttavia, che se è vero che la *BNB* dispone «di un certo margine discrezionale in merito all'accertamento dell'indisponibilità dei depositi di un ente creditizio, tale margine discrezionale è tuttavia limitato», v. *Kantarev*, (nt. 56), punto 106.

[84] Cfr. D. SIMON (nt. 68), 18 s.

[85] La dottrina chiarisce, proprio con riferimento al tema della responsabilità extracontrattuale dell'Unione Europea e degli Stati Membri, che questo è uno dei compiti delle Corti europee; cfr., in luogo di molti, P. AALTO, (nt. 36), 4 ss., ove si descrive l'evoluzione della giurisprudenza e l'approdo a *Bergaderm* (nt. 35).

[86] *Brasserie du pêcheur*, (nt. 36), punto 80 e v. P. AALTO, (nt. 36), 51; M.P. CHITI, (nt. 36), 608 s. e K. GUTMAN, (nt. 35), 712 ss.

perché ciò «si risolverebbe nel rimettere in discussione il diritto al risarcimento, che trova il suo fondamento nell'ordinamento giuridico comunitario», ancorato alla maggiore oggettività del criterio della violazione grave e manifesta [87]. È evidente che la CGUE è pervenuta all'elaborazione di un concetto autonomo e proprio dell'ordinamento europeo.

Comunque, al fine di individuare una violazione sufficientemente qualificata sono decisivi la chiarezza e precisione della norma violata [88], l'ampiezza della discrezionalità dell'autorità [89], il carattere intenzionale o involontario della trasgressione commessa, la scusabilità o inescusabilità dell'errore di diritto.

2 e 3) L'applicazione delle due ultime condizioni al caso concreto deve essere operata dai giudici nazionali, in conformità agli orientamenti forniti dalla Corte [90]. Fatto salvo il diritto al risarcimento che si fonda direttamente sul diritto dell'Unione, gli Stati devono anche garantire che non sia impossibile o eccessivamente oneroso ottenere il risarcimento [91]. Da quest'ultimo punto di vista la legge bulgara che subordina il risarcimento al carattere intenzionale del danno causato non è conforme all'ordinamento europeo [92].

3) Quanto infine al nesso di causalità, quest'ultimo sussiste ogniqualvolta il fatto dannoso sia ascrivibile agli atti dell'Autorità agente senza che siano intervenute nella causazione del danno fattori esterni estranei all'azione dell'Autorità [93], in questo caso la *BNB* che ha ritardato il pagamento dell'indennizzo al depositante. Sul punto la Corte si limita ad affermare che spetta al giudice nazionale verificarne la sussistenza, l'omaggio alla competenza della Corte nazionale è formale poiché a quest'ultima non rimane che l'accertamento della corrispondenza al vero dei fatti quali rappresentati dall'attore [94], in particolare essa dovrà stabilire se e quando le somme depositate presso una banca siano divenute indisponibili per il cliente [95]. In modo più franco l'avv. generale Stix-Hackl, nelle sue conclusioni relative a *Paul*, dopo avere, anche ella, detto che

---

[87] *Ibidem*, punto 79.

[88] *Ibidem*, punto 56.

[89] Se la discrezionalità è particolarmente ridotta o persino non vi sia per niente, la violazione del diritto europeo è di per sé manifesta e grave *Brasserie du pêcheur*, (nt. 36), punti 94 e 120; *Bergaderm*, (nt. 35), punti 39-47; *Hochtief*, (nt. 79), punto 42.

[90] *Kantarev*, (nt. 56), punto 95.

[91] *Ibidem*, punto 123.

[92] *Ibidem*, punti 126 e 128.

[93] V. anche K. GUTMAN, (nt. 35), 724 ss.

[94] A. BIONDI, M. FARLEY, (nt. 13), 146 ss.; *Brasserie du pêcheur*, (nt. 36), punti 82-85.

[95] Cfr. K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1052.

per tale aspetto è competente il giudice nazionale, aggiunge che tuttavia «la Corte, qualora disponga di informazioni sufficienti, può fornire indicazioni al giudice nazionale o può addirittura prendere una decisione definitiva» [96].

7. *Il quadro socio-economico e i possibili sviluppi.*

La decisione *Kantarev* sembra iscriversi in un clima sociale "nuovo" ove è più probabile che in passato che imprese e privati chiamino le autorità di vigilanza dinanzi al giudice per vedersi riconosciuto un risarcimento pretendendo che vi sia stata una precisa violazione della legge, se non una carenza di vigilanza.

Tuttavia, l'allineamento tra interesse alla stabilità finanziaria e tutela dei depositanti, di cui ho detto già nel paragrafo precedente, dovrebbe indurre a non sopravalutare la portata innovativa della sentenza in esame. Infatti, il riconoscimento del diritto soggettivo del depositante al ristoro, per l'indisponibilità delle *sole* somme depositate entro la soglia dei 100.000 euro, denuncia anche il limite del diritto stesso [97], ed evidenzia quale sia, nella visione del legislatore europeo, il punto di equilibrio precisamente prestabilito tra l'interesse particolare e quello generale alla stabilità.

La sentenza *Kantarev* potrebbe essere, tuttavia, una tappa di un percorso più favorevole ai risparmiatori: lo stesso riconoscimento del diritto a richiedere i danni agli Stati membri per l'attuazione scorretta della direttiva è un se-

---

[96] *Stix Hackl*, (nt. 50), punto 105. Ma v. i *caveat* di K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1052, che ricorda che la CGEU è competente solo riguardo agli atti delle istituzioni dell'UE (e della BCE ovviamente). L'art. 263 T.F.U.E. conferisce alla CGUE la competenza esclusiva al controllo di legittimità sugli atti delle istituzioni dell'UE. Il quadro europeo, per altro, è complicato dal fatto che vi sono tre livelli di regole applicabili: quelle europee, quelle nazionali di trasposizione di direttive e, inoltre, la legislazione nazionale sulla responsabilità civile. In ogni caso i contrasti interpretativi dovranno essere risolti tenendo conto del principio secondo cui le leggi nazionali devono essere intese in modo che gli obiettivi della regolamentazione europea prevalgano, cfr. E. WYMEERSCH, *Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union*, in *Financial Law Institute*, Working Paper Series, 2019-05, 5 s.

[97] In verità nella formulazione del 1994 la direttiva sulla garanzia dei depositi consentiva anche altri limiti sicché, ad es., la Corte Giust. UE 25 giugno 2015, «*Indėlių ir investicijų draudimas» VĮ*, C 671/13, punto 40, nota che legittimamente «gli Stati membri possono escludere dalla garanzia prevista da tale direttiva i certificati di deposito emessi da un ente creditizio, se hanno carattere di titoli cedibili». Si veda anche la considerazione conclusiva di S. ALVARO, D. VALIANTE, (nt. 25), 26.

gnale in tale senso [98]. Ribadisco qui quanto già osservato nel primo paragrafo, vale a dire che il principio di *accountability* delle autorità di vigilanza creditizie implica che esse devono essere sottoposte al pieno controllo giurisdizionale [99] per contrastare i comportamenti più gravi delle stesse, non solo quelli dolosi ma anche quelli gravemente negligenti, ad es. il fatto di non attivarsi difronte a irregolarità accertate o denunciate da terzi, o quello di prendere misure palesemente inadeguate difronte a gravi irregolarità dei soggetti vigilati.

Fin qui si è parlato di casi che hanno riguardato la responsabilità degli Stati nazionali per la responsabilità delle rispettive autorità di supervisione creditizia, che il tema possa, in un futuro prossimo, concretamente coinvolgere le autorità creditizie europee è indirettamente testimoniato da quanto scrive la Corte dei Conti europea. Quest'ultima, difatti, in una relazione del 2017 ha osservato: «alla luce della decisione di risoluzione adottata per il Banco Popular Español S.A. nel giugno 2017, sono stati intentati 90 procedimenti legali contro l'SRB dinnanzi al Tribunale, organo giurisdizionale della Corte di giustizia dell'Unione europea (CGUE), e sono stati presentati 46 ricorsi all'apposita commissione dell'SRB entro la fine di ottobre 2017, quando è stata pubblicata la relazione del 2016 della Corte sulle passività potenziali derivanti dallo svolgimento, da parte del Comitato, dei compiti a esso attribuiti. Alla Commissione e al Consiglio sono stati notificati 26 procedimenti intentati dinnanzi al Tribunale della CGUE in relazione alla stessa decisione di risoluzione. Le passività potenziali in questione formeranno oggetto dell'audit e della relazione della Corte sull'esercizio finanziario 2017» [100]. Dal punto di vista contabile la Corte è preoccupata che non siano state accantonate abbastanza risorse per far fronte alle condanne conseguenti a ricorsi e cause tanto numerosi. Per ora non se ne conoscono gli esiti [101].

Se allarghiamo lo sguardo, in *Scaloni* [102] il Tribunale UE respinge il ricorso

---

[98] Cfr. K.P. WOJCIK, (nt. 7), 1052.

[99] Cfr. R. D'AMBROSIO, LAMANDINI, (nt. 17), 962 ss.

[100] Così la *Relazione annuale sulle agenzie dell'UE per l'esercizio finanziario 2017* (2018/C 434/01), punto 2.54. *Adde* CORTE DEI CONTI EUROPEA, *Relazione speciale La pianificazione della risoluzione nel meccanismo di risoluzione unico*, 2021, 31.

[101] Solo per completezza si può ricordare la decisione del Trib. UE 17 novembre 2020, *González Calvet*/*CRU*, T-257/20, punti 6 e ss. Il caso riguardava, però, un ricorso, non per ottenere il risarcimento, ma per l'*annullamento* della decisione del Comitato unico di risoluzione che aveva rifiutato di concedere una compensazione finanziaria agli azionisti e ai creditori ricorrenti. Il giudice, per giunta, si è limitato a stabilire l'irricevibilità manifesta a causa della completa genericità della domanda attorea.

[102] Trib. UE 9 luglio 2019, *Scaloni*/*Commissione europea*, T-158/18. Riguardo ad *ABLV*

per il risarcimento dei danni di due azionisti di Banca Marche contro la Commissione europea. I ricorrenti hanno sostenuto che l'annullamento integrale delle loro azioni, non sarebbe stata conseguenza della procedura di risoluzione avviata dalla Banca d'Italia, ma piuttosto conseguenza diretta del rifiuto della Commissione di autorizzare un aiuto di Stato nazionale a favore della banca di cui erano azionisti [103]. Il giudice dichiara irricevibile il ricorso per carenza dei requisiti di forma (chiarezza della domanda, determinazione del danno) previsti dall'art. 76, lett. d), del regolamento di procedura delle corti europee [104].

Si noti, tuttavia, che il Tribunale UE disapprova l'argomento prospettato nelle difese della Commissione volto a fare dichiarare l'incompetenza del giudice adito perché «i danni causati dalle autorità nazionali possono far sorgere soltanto la responsabilità di queste autorità e i giudici nazionali restano competenti in via esclusiva a garantire il ristoro di tali danni» [105]. Il Tribunale UE fa notare che ciò che qualifica la competenza è la domanda del ricorrente a nulla valendo la circostanza che, nella specie, la Commissione non avrebbe rifiutato bensì approvato le decisioni dell'Autorità nazionale [106].

Ci sono troppo pochi elementi per dare una risposta soddisfacente alla domanda riguardo a cosa ci si possa attendere dalla futura giurisprudenza europea in tema di responsabilità delle Autorità di vigilanza creditizia. Certo le Corti europee continueranno ad applicare rigorosamente il criterio di ripartizione di competenze rispetto alle corti nazionali, ma allo stesso tempo non rinunceranno a svolgere un incisivo ruolo conformativo della giurisprudenza dei paesi membri quando richieste di una pronuncia pregiudiziale (art. 267 T.F.U.E.).

Bank e Cassandra Holding/BCE, Cause riunite C-551/19 P e C-552/19 P, sono pubblicate solo le Conclusioni dell'avv. generale M. Campos Sànchez-Bordona, presentate il 14 gennaio 2021. In *ABLV* alcuni azionisti di una banca sottoposta a risoluzione (e la stessa banca, nonché la sua capogruppo) chiedono l'annullamento (possibile presupposto di un'azione di risarcimento) della dichiarazione della BCE «di dissesto o rischio di dissesto» della banca ricorrente. Poiché organo che ha il potere di decisione finale nella procedura di risoluzione è il Comitato unico di risoluzione e non la BCE, l'avv. generale suggerisce di respingere le impugnazioni perché rivolte contro un provvedimento intermedio e non contro la decisione finale di risoluzione.

[103] *Scaloni*, (nt. precedente), punto 21.

[104] *Ibidem*, punti 33-42.

[105] *Ibidem*, punto19.

[106] *Ibidem*, punti 22-23.

La *governance* del mercato dell'energia elettrica. Profili societari

The governance of electricity markets. Corporate law aspects

Carlo Ibba [*]

ABSTRACT:

Nel nostro sistema normativo la governance del mercato dell'energia elettrica è affidata a tre società a controllo pubblico – GSE s.p.a., GME s.p.a. e AU s.p.a. – la cui costituzione è prevista dalla legge come obbligatoria.
Il lavoro si propone di verificare se ed entro quali limiti l'origine vincolata di queste società ne limiti l'autonomia operativa, vincolandone lo scopo, l'oggetto, gli assetti proprietari ed altri profili della disciplina. La parte finale del lavoro affronta il problema di giurisdizione relativo alle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori delle tre società.

Parole chiave: società – costituzione per legge – disciplina

In the Italian legal system GSE s.p.a., GME s.p.a. e AU s.p.a. are vested with the economic management of electricity markets. GSE s.p.a., GME s.p.a. e AU s.p.a. are basically state-owned corporations whose incorporation is mandatory and required by law.
The article aims to ascertain whether and to what extent the statutory origin of such corporations constraints their business autonomy by binding their purpose, object, shareholders' structure, and the like. The final part of the survey addresses the issue of the violation of duty of care by directors and officers identifying which jurisdiction is in charge of judging those liability cases.

***Keywords**: corporation – incorporation required by law – regulation*

[*] Professore ordinario di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Sassari; email: carloibba1@gmail.com.

Il lavoro riproduce, con pochi ritocchi e l'aggiunta di una breve nota bibliografica, la Relazione dal titolo "*La* governance *del settore*", tenuta al Convegno su *Il mercato dell'energia elettrica a venti anni dalla liberalizzazione* – Prima sessione: *Fondamenti giuridici della liberalizzazione del mercato elettrico* (Roma, 29-30 maggio 2019). È destinato agli *Studi in onore di Sabino Fortunato*.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. GSE s.p.a., GME s.p.a. e AU s.p.a. come società di diritto singolare. – 3. GSE, GSE e AU come società legali a costituzione obbligatoria. – 4. Corollari applicativi: vincoli in tema di scopo pubblico, oggetto sociale, scioglimento, recesso, assetti proprietari, causa lucrativa. – 5. La disciplina residuale. – 6. (*Segue*): soggezione della responsabilità degli amministratori alla giurisdizione civile. – *Bibliografia essenziale.*

1. *Premessa.*

Il titolo invita a fare una riflessione sui profili societari dei soggetti cui è affidata la *governance* del mercato dell'energia elettrica, vale a dire il gestore dei servizi energetici, l'acquirente unico e il gestore del mercato.

Entrando subito in argomento ricordo che l'art. 3, quarto comma, d. lgs. n. 79/1999 (così detto decreto Bersani) ha previsto la costituzione di una società per azioni che, per effetto di un provvedimento del Ministro dell'industria, avrebbe assunto «la titolarità e le funzioni di gestore della rete di trasmissione nazionale».

Gli artt. 4 e 5 dello stesso decreto hanno invece previsto la costituzione, da parte del gestore della rete, di due ulteriori società per azioni, la prima – denominata "*acquirente unico*" – incaricata di «stipula[re] e gesti[re] contratti di fornitura al fine di garantire ai clienti vincolati la disponibilità della capacità produttiva di energia elettrica necessaria e la fornitura di energia elettrica in condizioni di continuità, sicurezza ed efficienza del servizio nonché di parità del trattamento, anche tariffario» (art. 4); la seconda, affidataria della gestione economica del mercato elettrico, incaricata di «organizza[re] il mercato stesso secondo criteri di neutralità, trasparenza, obiettività, nonché di concorrenza tra produttori, assicurando altresì la gestione economica di un'adeguata disponibilità della riserva di potenza».

Sono questi, dunque, i tre soggetti cui è affidata la *governance* del settore, con i compiti che allora erano definiti dalla legge nei termini che ho appena sintetizzato.

Ora, il fenomeno dell'affidamento di funzioni o compiti pubblicistici a società per azioni non è certo nuovo ed è studiatissimo, specie dalla letteratura amministrativistica. Se stavolta è stato chiesto a me, che amministrativista non sono, di parlarvene è perché mi sono più volte occupato, in passato, di enti di forma societaria oggetto di interventi legislativi di diritto singolare; per cui mi viene naturale oggi provare a verificare se le mie idee in materia reggano ancora e se si prestino – ed entro quali limiti – ad essere utilizzate in riferimento alle tre società di cui parliamo.

2. *GSE s.p.a., GME s.p.a. e AU s.p.a. come società di diritto singolare.*

Come risulta da quanto dicevo, le tre società sono state costituite "*ai sensi*", e quindi in attuazione, rispettivamente degli artt. 3, 4 e 5, d. lgs. n. 79/1999 (ciò che del resto i rispettivi statuti, all'art. 1, esplicitano).

Considerato il contenuto delle norme richiamate possiamo senz'altro qualificare le tre società, in prima approssimazione, come società di diritto singolare – nomenclatura, questa, entrata di recente nel Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (d. lgs. n. 175/2016), all'art. 1, quarto comma –, oggetto cioè di interventi legislativi che si rivolgono ad una o più società *concretamente individuate o individuabili* e le assoggettano ad uno statuto legale *ad hoc* più o meno esteso.

Entrando più nel dettaglio, occorre tener presente che i provvedimenti legislativi di diritto singolare – quando, come nel caso nostro, hanno ad oggetto società non ancora costituite – possono produrre, a seconda dei casi, l'effetto di *autorizzare* la costituzione di una determinata società, di *obbligare* a costituirla o di *costituire ex lege* la società stessa (e si parla, rispettivamente, di società autorizzate, obbligatorie, coattive).

Nel secondo e nel terzo caso la denominazione che a suo tempo proponevo, e che è entrata nell'uso, è quella di società "legali", con la quale si vuole evidenziare che la costituzione dell'ente è effetto della *volontà della legge*, piuttosto (o prima ancora) che della *volontà dei soci*, e si vuole rimarcare la distinzione fra tali società e quelle costituite liberamente (facoltativamente) dai soci. E, se si condividono gli esiti della mia ricerca, l'inclusione in questa categoria, lungi dall'avere una portata meramente classificatoria, ha rilevanti conseguenze applicative. Come vedremo, infatti, l'area delle società legali individua una serie di enti il cui regime, *anche a prescindere da esplicite previsioni normative*, si distacca non solo dal regime delle comuni società per azioni ma anche da quello delle altre società di diritto speciale o singolare la cui costituzione è semplicemente autorizzata dalla legge. Dobbiamo dunque chiederci se le tre società di cui parlo siano qualificabili (oltre che come società di singolare, anche) come società legali.

3. *GSE, GSE e AU come società legali a costituzione obbligatoria.*

Ora, nel d. lgs. n. 79/1999 possiamo leggere gli enunciati che seguono:

– (con riferimento al gestore unico) «Entro il termine di trenta giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto l'ENEL S.p.a. costituisce una so-

cietà per azioni» (art. 3, quarto comma), società poi costituita con la denominazione di GRTN s.p.a., in seguito modificata in GSE s.p.a.;

– (con riferimento all'acquirente unico, ora in forma abbreviata AU s.p.a.) «Entro sei mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto, il gestore della rete di trasmissione nazionale costituisce una società per azioni denominata "acquirente unico"» (art. 4);

– (con riferimento al gestore dei servizi energetici, ora GME s.p.a.) «Il gestore del mercato è una società per azioni, costituita dal gestore della rete di trasmissione nazionale entro nove mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto» (art. 5).

Il tenore letterale delle tre disposizioni è sufficiente per dire che nessuna delle tre società può considerarsi costituita *ex lege* ma tutte e tre sono qualificabili come società obbligatorie, nel senso che la loro costituzione non è semplicemente autorizzata ma *è imposta* dalla legge, nel primo caso all'Enel, negli altri due alla società costituita dall'Enel in adempimento di tale obbligo legale. Mi pare eloquente in tal senso l'uso dell'indicativo (l'Enel "*costituisce*", il gestore "*costituisce*", la società "*è costituita*" dal gestore) accompagnato dalla fissazione di un termine ("*entro trenta giorni*", "*entro sei mesi*", "*entro nove mesi*") per la costituzione della società.

Aggiungo che la legge non adopera formule, quali "*promuove la costituzione*" o "*concorre a costituire*", che lascino intendere l'esigenza della cooperazione di altri soggetti al fine della costituzione della società. Ciò non è senza importanza in quanto, là dove sia prevista una pluralità di soci fondatori, affinché possa ravvisarsi un vero e proprio obbligo a contrarre occorre che la legge istitutiva determini o renda determinabili tutti gli elementi essenziali delle società da costituire, mentre nel caso nostro il d. lgs. n. 79/1999 si limita a predeterminare il tipo di società, l'oggetto sociale, la compagine sociale e, con riferimento al gestore dei servizi energetici, i conferimenti iniziali. Ma, trattandosi in tutti e tre i casi, per quanto dicevo, di società a costituzione unipersonale, ciò equivale semplicemente a lasciare libero il fondatore unico nella determinazione degli elementi non vincolati dalla legge, fermo restando l'obbligo di costituzione. Darei per certa, dunque, l'appartenenza di tutte e tre le società alla categoria delle società legali.

4. *Corollari applicativi: vincoli in tema di scopo pubblico, oggetto sociale, scioglimento, recesso, assetti proprietari, causa lucrativa.*

Dalla collocazione di GSE, AU e GME s.p.a. fra le società legali discendono, come accennavo, conseguenze non trascurabili sul piano della disciplina.

Ciò in quanto l'origine vincolata (obbligatoria o coattiva che sia) si riflette sullo svolgimento del rapporto societario, implicando una *perdita di autonomia* – della società, dei suoi organi e dei suoi soci – in alcuni profili del rapporto stesso.

In sostanza il diritto societario comune può essere applicato alle società legali solamente negli aspetti che non siano disciplinati dalla legge che specificamente le regola (ma questo vale per tutte le società di diritto singolare) *e che non siano influenzati dall'origine vincolata della società*. La normativa codicistica insomma – e lo stesso vale per quella del Testo unico sulle società a partecipazione pubblica – è sì chiamata a integrare la disciplina singolare, ma solamente previo giudizio di compatibilità non solo con le previsioni espresse della legge istitutiva *ma anche con altre regole o principi che discendono, appunto, dall'origine vincolata della società*.

Più precisamente, se alcune argomentazioni che avevo svolto a suo tempo (e che mi pare abbiano registrato un buon grado di condivisione) sono fondate, la "specialità" delle società legali – e dunque di GSE, AU e GME – si manifesta in tutta una serie di profili che provo rapidamente a tratteggiare.

a) Innanzi tutto, mentre nelle società ad origine volontaria l'attività sociale è funzionale rispetto ad un interesse *programmato contrattualmente* dai soci, nelle società ad origine vincolata la funzionalizzazione dell'attività sociale si realizza rispetto ad un interesse *predeterminato legislativamente*: nell'un caso, dunque, quell'interesse è liberamente disponibile dalle parti del contratto, nell'altro invece l'interesse pubblico che trova espressione nelle previsioni della legge istitutiva della società s'impone certamente alla società stessa ed ai suoi organi. Ed è in questa prospettiva che leggerei l'art. 3, quarto comma, d. lgs. n. 79/1999, a norma del quale «gli indirizzi strategici ed operativi del gestore sono definiti dal Ministero dell'industria, del commercio e dell'artigianato», peraltro destinato a subentrare all'Enel nella qualità di socio unico; ma anche l'operare delle altre due società è soggetto ad approvazioni, autorizzazioni, atti di indirizzo riconducibili al predetto Ministero e che devono naturalmente risultare coerenti con le previsioni della legge istitutiva e delle sue successive modifiche;

b) da ciò due corollari: il primo è che l'obbligatorietà della costituzione importa l'imposizione di un vincolo in ordine allo svolgimento dell'oggetto so-

ciale stabilito dalla legge: l'istituzione delle società legali, infatti, è ispirata da uno specifico interesse allo svolgimento di *quell'attività* da parte di *quella società*, sicché la società non potrebbe di sua iniziativa cessare di svolgere l'attività assegnatale senza andare contro la volontà legislativa. Che sia così mi pare confermato, nel caso nostro, dai numerosi provvedimenti normativi, succedutisi nel corso degli anni, che hanno modificato i compiti assegnati alle tre società, scorporandone alcuni (mi riferisco alle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica, con tutti i compiti previsti nell'art. 3, primo e terzo comma, d. lgs. n. 79/1999, che per effetto dell'art. 1, d.p.c.m. n. 14390/2004 sono state trasferite a Terna s.p.a.), aggiungendone di nuovi, ritoccando i termini di altri. Ne risulta ora un quadro complesso, con compiti che forse in qualche caso s'intrecciano o si sovrappongono ma sul quale, per ragioni di tempo oltre che di scarsa competenza, non entrerò. Voglio solo rimarcare che, in assenza di quei provvedimenti, le tre società sarebbero rimaste vincolate ai compiti loro originariamente assegnati, essendo da escludere la possibilità di una modifica convenzionale dell'oggetto sociale, come pure ogni altra modificazione statutaria (non "necessitata", com'è il caso della riduzione per perdite obbligatoria) suscettibile di pregiudicare la realizzazione dell'intento legislativo; e aggiungo che l'esercizio di attività ulteriori rispetto a quelle fissate dalla legge è possibile solo a condizione che si tratti di attività compatibili e coerenti con quelle volute dalla legge istitutiva o da altre ad essa successive (sono perciò certamente legittime le clausole contenute nei tre statuti che abilitano GSE, GME e AU allo svolgimento, anche tramite società partecipate, di attività connesse o strumentali: cfr. gli artt. 4.3 e 4.4 statuto GME; 4.2 statuto GME; 4 statuto AU).

Tutto ciò, naturalmente, *rebus sic stantibus*, nel senso che eventuali sopravvenuti mutamenti della situazione giuridica o di fatto che incidano sulle condizioni esistenti al momento dell'entrata in vigore della legge istitutiva e da questa presupposte potrebbero indurre a ritenere superati – anche in assenza di interventi normativi *ad hoc* (che pure nel caso di specie vi sono stati: cfr. in particolare le modifiche apportate all'art. 3, d.lgs. n. 79/1999 dall'art. 1-*ter* d.l. n. 239/2003) – i vincoli legislativi originari;

c) altro corollario: come risulta da quanto dicevo, la legge istitutiva vincola i soggetti designati come soci non solo a *far nascere* ma anche a *far operare* la società: l'adempimento del precetto legislativo, cioè, evidentemente non si esaurisce nel dar vita all'organismo societario ma richiede che lo si faccia funzionare sino al raggiungimento dello scopo che ha ispirato l'intervento legislativo; da ciò l'ulteriore conseguenza che l'interesse pubblico in vista del quale il legislatore ha disposto la costituzione della società prevale sull'eventuale interesse individuale dei soci allo scioglimento anticipato della stessa, (auto)auto-

scioglimento che è dunque precluso. Non mi pare invece escluso l'operare di cause di scioglimento oggettivamente ostative della continuazione, quali la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale (salva la – peraltro non agevole – configurabilità di un obbligo di ricapitalizzazione a carico dei soci "necessari") o l'impossibilità di raggiungimento dello scopo (e si rinviene il precedente di Trib. Roma 30 maggio 1996, decr. Pres., in *Riv. notar.*, 1997, p. 1254 s., che ha accertato lo scioglimento di una società legale per impossibilità di funzionamento dell'assemblea);

d) quanto appena detto circa lo scioglimento della società apre la strada al discorso sullo scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio. Anche qui, intuitivamente, se il socio è tale per volontà della legge, è attendibile che egli non possa uscire dalla società di sua volontà, e ciò anche qualora si verifichino eventi che nel diritto comune legittimerebbero il recesso. I soci obbligatori o coattivi, in definitiva, non possono abbandonare la società perché ciò violerebbe il persistente interesse pubblico alla loro presenza nella società stessa; diverso discorso va fatto, evidentemente, per quei soci che siano entrati a far parte della compagine sociale facoltativamente, nei limiti in cui ciò sia compatibile con lo "statuto" di una determinata società legale. Tutto ciò è confermato da alcune vicende legislative concernenti la società per azioni Sotacarbo, società legale obbligatoriamente costituita da Eni, Enel ed Enea in attuazione dell'art. 5, primo comma, l. n. 351/1985, in relazione alla quale per rendere possibile il recesso di due dei tre soci fu necessaria un'apposita norma di legge (si tratta dell'art. 7, quarto comma, l. n. 140/1999);

e) ancora: carattere comune a tutte le società legali è la *predeterminazione legislativa dei soci*, che si riflette sul regime di circolazione delle azioni: la composizione della base sociale voluta dalla legge, essendo strumentale al soddisfacimento dell'interesse pubblico sotteso all'oggetto sociale, è di regola preclusiva dell'ingresso in società di soggetti diversi e implica dunque l'intrasferibilità delle azioni a terzi, salvo che dalla legge istitutiva si desuma il suo intento di vincolare unicamente la compagine sociale iniziale lasciando una qualche autonomia viceversa, in ordine agli assetti proprietari successivi.

f) Con riferimento al soggetto gestore dei servizi energetici la particolarità concernente la disciplina della compagine sociale è che – per espressa previsione della legge istitutiva (art. 3, quarto comma, d. lgs. n. 79/1999) – dal momento in cui la società assume la titolarità e le funzioni di gestore della rete di trasmissione nazionale «le azioni [della società stessa] sono assegnate a titolo gratuito al Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica», che deve esercitare i diritti dell'azionista d'intesa con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato;

g) l'origine legale, infine, non esclude la finalità lucrativa, che anzi – trattandosi di enti di forma societaria – deve essere presunta, e può essere esclusa solo in presenza di statuizioni legislative in tal senso o di una accertata incompatibilità fra l'oggetto sociale assegnato alla società e lo scopo di lucro, oggettivo o soggettivo; incompatibilità che non sussiste nei tre casi che ci interessano (sicché la possibilità di dividendi, espressamente prevista negli statuti delle tre società all'art. 30, e la prassi della loro distribuzione sono certamente legittime e coerenti con quanto appena detto).

5. *La disciplina residuale.*

Chiarite le principali implicazioni che a mio avviso discendono dall'origine legale delle tre società, resta da dire qualcosa circa la loro rimanente disciplina.

Al riguardo, poiché GSE, AU e GME sono espressamente definite dalla legge istitutiva come società per azioni, in linea di principio la loro disciplina residuale non può che essere rappresentata – nei limiti della compatibilità con la legge istitutiva – dal diritto azionario comune. È vero infatti che qualificare non è compito del legislatore, ma nonostante questo – anzi, a ben vedere, proprio per questo – la "qualificazione" non può non essere funzionale (quanto meno) all'individuazione della disciplina applicabile: quella, appunto, richiamata dall'uso del nome "società per azioni".

Abbiamo a che fare, però, con tre società per azioni *a partecipazione pubblica*, e più precisamente *a controllo pubblico*, diretto per ciò che riguarda GSE, indiretto per AU e GME, sicché occorre fare i conti anche con il d. lgs. n. 175/2016.

Ora, nel Testo unico è enunciato il principio secondo cui, «per tutto quanto non derogato dal presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato» (art. 1, terzo comma). Subito dopo, però, il quarto comma dello stesso articolo puntualizza che «restano ferme […] le specifiche disposizioni […] che disciplinano società a partecipazione pubblica di diritto singolare costituite per l'esercizio della gestione di servizi di interesse generale o di interesse economico generale o per il perseguimento di una specifica missione di pubblico interesse».

Ciò comporta che le nostre tre società saranno regolate in prima battuta dalle disposizioni singolari dettate per ognuna di esse (che, appunto, "*restano ferme*"), poi da quelle contenute nel testo unico e infine, residualmente, dalle disposizioni del diritto azionario che non risultino derogate dal Testo unico. È

questo, dunque, il significato attribuibile alle clausole contenute nell'art. 32 dei tre statuti là dove, «per quanto non espressamente disposto», rinviano – senza sbilanciarsi troppo (i notai sono notoriamente molto prudenti) – alle «norme del codice civile e delle leggi speciali in materia».

Naturalmente, le disposizioni del Testo unico saranno applicabili a condizione che non siano incompatibili con quelle della disciplina di diritto singolare propria di ciascuna società. Ma di fatto, come ho detto, la disciplina singolare dettata per le nostre tre società è molto scarna e non mi pare che ponga problemi di compatibilità con disposizioni contenute nel Testo unico. Questo dunque risulta applicabile pressoché *in toto*, con l'eccezione della disciplina contenuta nelle disposizioni dell'art. 4 (e in quelle ad esse connesse), dalla quale le società del Gruppo GSE sono espressamente esentate dall'art. 26, secondo comma, in quanto ricomprese nell'elenco di cui all'allegato A, e di norme che eventualmente dovessero entrare in conflitto con la loro natura di società legali, le cui implicazioni ho prima tratteggiato (correttamente, dunque, i loro statuti sono stati adeguati alle previsioni del Testo unico).

6. (Segue): *soggezione della responsabilità degli amministratori alla giurisdizione civile.*

Chiudo con qualche considerazione sul regime della responsabilità dei componenti degli organi sociali per danni arrecati al patrimonio sociale. In proposito dal Testo unico ci si sarebbe attesi una presa di posizione che ponesse fine alle incertezze emerse, nel corso di un dibattito ormai più che quindicennale, fra giurisdizione civile e giurisdizione contabile; ma purtroppo la norma che ciò avrebbe dovuto fare – l'art. 12 – è probabilmente la più oscura, confusa e contraddittoria dell'intero Testo unico, sicché anziché porre fine al dibattito lo ha riacceso.

Per molti gli enunciati dell'art. 12 non fanno altro che riproporre le soluzioni cui erano pervenute le Sezioni Unite, ossia l'affermazione della giurisdizione del giudice civile nel caso delle società partecipate in genere e della giurisdizione contabile, invece, là dove ad essere leso sia il patrimonio di una società *in house*. Secondo me non è esattamente così ma non è questa la sede per approfondire la questione.

In questa sede mi pare invece opportuno notare che la norma non dice nulla sul caso che c'interessa, quello in cui siano arrecati danni al patrimonio di una società di diritto singolare; il che potrebbe indurre a concludere, con riferimento alle tre società che ci interessano, che poiché nessuna di esse è pro-

priamente qualificabile come società *in house*, le azioni di responsabilità prospettabili sono unicamente le ordinarie azioni civilistiche e non altre.

A questa conclusione potrebbe però obiettarsi che prima del Testo unico le Sezioni Unite, argomentando dal regime fortemente derogatorio e intriso di connotazioni pubblicistiche proprio di alcune società di diritto singolare, in qualche caso le avevano ritenute sottoposte alla giurisdizione contabile. Emblematico il caso di Rai s.p.a., le cui peculiarità avevano indotto le Sezioni Unite nel 2009 a includerla «nel novero degli enti pubblici […] nonostante l'abito formale che riveste di società per azioni» (Cass., Sez. Un., n. 27092/2009; ma in senso contrario Cass., Sez. Un., n. 28329/2011), ricavando da ciò la «*qualificabilità come erariale del danno cagionatole*» e la conseguente sussistenza della giurisdizione della Corte dei conti.

Si tratta di una soluzione a mio avviso non convincente sul piano della composizione di tutti gli interessi in gioco, prima ancora che per l'opinabilità dell'argomentazione, posto che dall'operare della giurisdizione contabile in sostituzione di quella civile deriverebbe il sacrificio delle posizioni dei creditori sociali (tanto che ultimamente le Sezioni Unite, pur di legittimare l'esercizio dell'azione *ex* art. 146, secondo comma, l. fall. da parte del curatore del fallimento di una società *in house*, hanno ammesso la concorrenza fra le due giurisdizioni, aprendo peraltro tutta una serie di altri problemi sui quali non posso entrare: Cass. n. 22406/2018). Aggiungo poi che, con riferimento a Rai s.p.a., nel 2015 è sopravvenuta una disposizione di diritto singolare secondo cui «l'amministratore delegato e i componenti degli organi di amministrazione e controllo della RAI-Radiotelevisione italiana Spa sono soggetti alle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali (art. 49-*bis*, d. lgs. 177/2005, inserito dall'art. 3 l. 220/2015)»; norma che – non essendo stata abrogata dal testo unico – ai sensi dell'art. 1, quarto comma, lett. a), "*resta ferma*", e che parrebbe implicare la negazione della giurisdizione contabile.

Aggiungo inoltre che in ogni caso, avendosi a che fare con società legali, la loro dichiarata "singolarità" è tale da rendere alquanto impervio il percorso argomentativo finalizzato a trasporre dall'una all'altra un determinato "precedente".

Malgrado ciò, in questa non chiarissima situazione normativa e giurisprudenziale è verosimile che la Corte dei conti tenda ad affermare la propria giurisdizione su tutte le società di diritto singolare e ad interpretare con grande larghezza i confini di questa categoria. A mio avviso invece quei confini devono essere intesi in senso restrittivo, per ragioni sistematiche che attengono a esigenze di tutela dei creditori sociali e, più in generale, dell'affidamento dei

terzi sulla natura e sulla disciplina societaria dell'ente con cui entrano in relazione, che con l'iscrizione nel registro delle imprese ha dichiarato appunto la sua natura societaria (conf., Cass. n. 3196/2017).

Venendo a GSE, GME e Acquirente Unico, poi, mi parrebbe davvero problematica e alquanto forzata una riqualificazione in senso pubblicistico (di una od altra) delle tre società strumentale all'identificazione del danno erariale (non mi ha mai convinto la tesi secondo cui tutti gli enti cui sia inibita la facoltà di autoscioglimento hanno natura pubblica, perché non considera che la legge potrebbe ben volere la costituzione di un ente "ad esistenza necessaria" ma regolato dalla disciplina privatistica delle società). E, con specifico riferimento a GSE s.p.a., in senso contrario ad eventuali tentativi di riqualificazione pubblicistica può annoverarsi una recente decisione del Consiglio di Stato, che ha definito il Gestore dei servizi energetici quale «persona giuridica di diritto privato, essendo stato costituito nelle forme di società per azioni», pur essendo le azioni stesse «integralmente riservate alla mano pubblica» (mentre, quanto alla natura giuridica degli atti con cui GSE accerta il rispetto della così detta quota d'obbligo da parte dei produttori e degli importatori di energia elettrica proveniente da fonti non rinnovabili, la pronuncia ha concluso per la natura provvedimentale degli atti di accertamento negativo e per la natura paritetica degli atti di accertamento positivo: Cons. Stato, Ad. plen., n. 9/2019).

Anche al di là di quanto precede, sul piano del diritto positivo c'è ancora un argomento ulteriore che mi pare induca a escludere la configurabilità della giurisdizione contabile per danni arrecati al patrimonio di GSE, GME, AU come di una qualunque altra società di diritto singolare non *in house*; e lo si può trarre dal combinato disposto dell'art. 1, terzo comma, e dell'art. 12 del Testo unico.

La prima disposizione infatti come abbiamo visto afferma che, *in assenza di deroghe disposte dal testo unico*, le società a partecipazione pubblica sono soggette al diritto societario comune; e la seconda, nel regolare la responsabilità degli organi sociali, deroga all'ordinario regime civilistico solo con riferimento alle società *in house*, *e non anche* a proposito delle società di diritto singolare. Non c'è dunque spazio, in relazione alle società di diritto singolare che non abbiano i requisiti dell'*in house*, *per una deroga che il testo unico non ha disposto*, quale sarebbe quella consistente nella sottrazione alle ordinarie azioni di responsabilità civilistiche (e, tutto sommato, anche quella consistente in un ipotetico concorso fra azioni civilistiche e azioni di responsabilità erariale).

Bibliografia essenziale.

La delimitazione della categoria delle società di diritto singolare e di quella delle società legali e l'impostazione dei problemi disciplinari relativi alla seconda tratteggiati sopra sono quelle di C. IBBA, *Le società "legali"*, Torino, Zanichelli, 1992; ID., *Gli statuti singolari*, nel *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, VIII, Torino, Utet, 1992, 523 ss.; nella letteratura amministrativistica vanno segnalate le monografie di P. PIZZA, *Le società per azioni di diritto singolare tra partecipazioni pubbliche e nuovi modelli organizzativi*, Milano, Giuffrè, 2007; e di G. GRÜNER, *Enti pubblici a struttura di s.p.a. – Contributo allo studio delle società "legali" in mano pubblica di rilievo nazionale*, Torino, Giappichelli, 2009.

Il dibattito sui problemi di giurisdizione inerenti le azioni di responsabilità nei confronti dei componenti degli organi sociali di società pubbliche è notoriamente ricchissimo. Nella dottrina successiva al Testo unico, e dunque con riferimento all'interpretazione dell'art. 12, d. lgs. n. 175/2016, si vedano fra gli altri – anche per ulteriori indicazioni dottrinali e per gli opportuni riferimenti giurisprudenziali – F. CERIONI, *Le responsabilità degli amministratori delle società e degli enti pubblici soci per danno erariale*, in *Le società pubbliche nel Testo Unico*, a cura dell'a., Milano, Giuffrè, 2017, 201 ss.; C. IBBA, *La responsabilità,* in *Le società a partecipazione pubblica – Commentario tematico ai d.lgs. 175/2016 e 100/2017*, diretto da C. Ibba, I. Demuro, Bologna, Zanichelli, 2018, 165 ss.; L. TORCHIA, *Socio e società di fronte alla responsabilità per danno erariale dopo il Testo unico*, in *Le società a partecipazione pubblica a tre anni dal Testo unico*, a cura di C. Ibba, Milano, Giuffrè, 2019, 211 ss.

L'esigenza di salvaguardare l'affidamento dei terzi su una disciplina conforme al *nomen juris* pubblicizzato tramite il registro delle imprese è rimarcata particolarmente in C. IBBA, *Diritto comune e diritto speciale nella disciplina delle società pubbliche*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 972 ss.

La tesi della natura pubblica di tutti gli enti "ad esistenza necessaria", pur se aventi forma societaria, non condivisa nel testo è caldeggiata da GIAMP. ROSSI, da ultimo in *Guida alla lettura: Linee di un nuovo diritto amministrativo*, in ID., *Saggi e scritti scelti di Giampaolo Rossi*, Torino, 2019, I, XXX s.; *Alla ricerca dell'ente pubblico*, *ivi,* I, 5 ss.; *Il carattere necessario degli enti pubblici*, *ivi*, II, 749 ss.

Il diritto della *Corporate Social Responsibility*
The legal rules of Corporate Social Responsibility

Serenella Rossi [*]

ABSTRACT:

Questo saggio propone una riflessione sulle iniziative di intervento normativo in tema di *Corporate Social Responsibility* attuate dal legislatore nazionale e da quello europeo negli anni più recenti e sulle ulteriori proposte di disciplina di matrice europea in materia di *governance* sostenibile delle imprese attualmente in fase di elaborazione e assoggettate a consultazione pubblica. L'analisi esamina, anche in chiave critica, le soluzioni tecniche proposte dal diritto delle imprese per la ricerca dello sviluppo sostenibile, nel rapporto con i modelli culturali e le teorie economiche di riferimento, con un'osservazione che muove dagli esordi del movimento per la *Corporate Social Responsibility* e approda alla più recente elaborazione delle teorie sulla sostenibilità.

Parole chiave: *Corporate Social Responsibility – Corporate Governance* – Sostenibilità

This study proposes a reflection regarding the legislative measures that National and European legislators have recently adopted relating to Corporate Social Responsibility and to the further on-going proposals of the European Commission on Sustainable Corporate Governance which is to date, already subject to public consultation. The detailed analysis gives a critical approach to the technical solutions provided by Corporate Law relating to sustainable development, in the setting of their related cultural models as well as economic theories of reference. This observation starts from the beginning of the Corporate Social Responsibility Movement and ends with the latest conceptualization of the notion of sustainability.

***Keywords**: Corporate Social Responsibility – Corporate Governance – Sustainability*

SOMMARIO:

1. Il diritto e la *Corporate Social Responsibility.* – 2. La disciplina di diritto societario per lo sviluppo sostenibile. – 3. La *Corporate Social Responsibility*, il mercato e gli interessi degli investitori. – 4. La trasformazione della *Corporate Social Responsibility* e la sua acquisizione

[*] Professore ordinario di diritto commerciale dell'Università degli Studi dell'Insubria; e-mail: serenella.rossi2@gmail.com. Questo saggio è destinato agli *Studi in onore di Vincenzo Di Cataldo*.

al modello neoliberale. – 5. Qualche valutazione critica. – 6. Una nuova prospettiva: *l'Inception Impact Assessment* della Commissione Europea sulla *Sustainable Corporate Governance* e la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo su *Corporate due diligence and corporate accountability*. – 7. I rischi e le opportunità di una *governance multistakeholder*. – 8. Un nuovo laboratorio.

1. *Il diritto e la* Corporate Social Responsibility.

L'idea di governare con regole formali l'impegno delle imprese ad includere nella loro strategia di gestione la tutela di interessi sociali e ambientali è rimasta per lungo tempo assente nella riflessione sul rapporto tra attività economiche e tutela dei beni comuni.

La prospettiva della sostenibilità, oggi così in voga e così al centro degli interessi del legislatore contemporaneo, si lega, infatti, storicamente e concettualmente, al tema della responsabilità sociale dell'impresa che nasce e si afferma come fenomeno eminentemente spontaneo e come tale viene successivamente concepito nella definizione contenuta nel Libro Verde della Commissione Europea del 2001 che la individua nella «integrazione su base volontaria dei problemi sociali e ambientali delle imprese nelle loro attività commerciali».

A sostegno di questa opzione è stato spesso invocato il problema dell'incompletezza delle leggi e dell'inadeguatezza degli ordinamenti nazionali a governare gli effetti di attività economiche ormai globalizzate, per le quali il contenimento dei danni alla società e all'ambiente collegati allo sviluppo economico può essere più efficacemente affidato allo stesso interesse dell'impresa a coltivare, attraverso iniziative volontarie, la propria reputazione e il proprio accreditamento sociale, con il supporto, eventualmente, di regole di mera *soft law*.

Allo stesso tempo, e fin dal loro esordio, le iniziative di responsabilità sociale delle imprese si sono mosse in un dialogo tacito, ma costante, con il legislatore. Come è stato più volte osservato, le imprese hanno spesso adottato tali pratiche in risposta alle pressioni di categorie sociali e movimenti di opinione impegnati sui temi dell'ambiente, della giustizia e dei diritti umani, e lo hanno fatto, da un lato, con l'intento di prevenire e contenere l'introduzione per legge di nuovi limiti o vincoli alle proprie attività, dall'altro, con l'obiettivo di farsi in qualche modo parte attiva nella ricerca di soluzioni condivise per la tutela di quei beni comuni che sono essenziali per la tenuta e la stabilità dello stesso sistema economico.

Questa dinamica sembra destinata a ripetersi e a riproporsi anche ai nostri giorni, sebbene in un contesto per molti versi modificato.

Nel momento in cui il tema della responsabilità sociale delle imprese e della loro attenzione ai problemi dell'ambiente, della giustizia sociale, del lavoro e dei diritti umani torna al vertice dell'agenda delle principali istituzioni nazionali e internazionali, le imprese si candidano nuovamente a dare autonomo impulso alla soluzione di quei problemi.

A fronte dell'adozione di importanti accordi internazionali [1] e di iniziative volte a sollecitare le imprese ad adottare politiche improntate alla sostenibilità sociale e ambientale con intensità crescente da alcuni anni a questa parte [2], una pronta e decisa reazione di consenso e di collaborazione è stata manifestata dagli stessi operatori economici e finanziari, dai soggetti, cioè, che sarebbero chiamati ad assumere quegli impegni e doveri di protezione.

Il 2019 si è aperto con la pubblicazione della lettera ai CEO di Larry Fink, amministratore delegato del fondo Blackrock, che ha richiamato gli amministratori delle grandi *corporation* a concentrarsi sullo "scopo" delle loro iniziative economiche, una sorta di missione che l'impresa deve assumere su di sé orientando la propria strategia verso una redditività sostenibile e di lungo termine che sappia fronteggiare le crescenti complessità e tensioni sociali, i problemi ambientali, la fragilità dei mercati e i nuovi rischi che possono minare la stessa prosperità e sicurezza delle aziende e dei loro *stakeholder.*

L'impresa viene espressamente invitata ad assumere un ruolo di *leadership* nel sistema e a dare un contributo rilevante alla soluzione delle spinose questioni sociali che i governi sono chiamati ad affrontare. Con ciò riuscirà anche a corrispondere alle aspettative dei *millenials*, che saranno gli investitori e i lavoratori di domani e che attendono dalle imprese uno specifico impegno sociale.

Dopo pochi mesi, nell'agosto del 2019, la *Business Roundtable*, associazione di CEO delle maggiori compagnie americane, ha pubblicato il noto "*Statement on the Purpose of a Corporation*", nel quale, confermando in premessa

---

[1] V., ad esempio, l'Agenda 2030 dell'ONU e l'Accordo di Parigi sul Clima, entrambi del 2015.

[2] Si vedano, in particolare, la Risoluzione del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013, n. 2012/2097 – *Sulla responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso la ripresa sostenibile e inclusiva*; la Comunicazione della Commissione UE del 25 ottobre 2011– *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-2014 in materia di responsabilità sociale delle imprese.* Per un aggiornamento su tutte le iniziative adottate dall'Unione Europea sul tema della *Corporate Social Responsibility,* v. lo *staff working document* pubblicato dalla Commissione europea nel marzo 2019, intitolato *Corporate Social Responsibility, Business Conduct and Business & Human Rights (Overview of Progress)*, consultabile nel sito http://www.ec.europa.eu.

la convinzione che un sistema di libero mercato è lo strumento migliore per creare lavoro, per generare un'economia sostenibile, per promuovere l'innovazione, la salute dell'ambiente e lo sviluppo, sottolinea l'ineludibile necessità che le imprese si impegnino a perseguire l'interesse di tutti gli *stakeholder* anche non finanziari (consumatori, dipendenti, ambiente e comunità) nella prospettiva della creazione di valore di lungo termine per gli stessi azionisti.

Questi due interventi, apparentemente tra loro consonanti, hanno avuto grande risonanza e suscitato notevole attenzione. Per alcuni osservatori essi rappresenterebbero addirittura un'abiura alla supremazia del profitto nella strategia aziendale e l'apertura ad una *governance* effettivamente inclusiva degli interessi degli *stakeholder* non finanziari.

Non si tratta, tuttavia, di vere e proprie novità. Nei contenuti, infatti, le recenti dichiarazioni non si discostano tanto dai principi e dagli impegni consacrati in quei codici di condotta o "*Credo*" aziendali [3] adottati fin dalla prima metà del secolo scorso dalle maggiori imprese, mentre la stessa *Business Roundtable* non è nuova a dichiarazioni pubbliche che sollecitano i protagonisti del mondo degli affari al rispetto di regole etiche e alla protezione degli interessi di tutti gli *stakeholder* [4].

I più scettici pongono inoltre nuovamente in dubbio la genuinità dei relativi intenti e alimentano il sospetto, già avanzato di fronte alle più risalenti dichiarazioni di impegno sociale delle imprese, che tali iniziative rappresentino nient'altro che strategie opportunistiche degli attori del mercato e delle loro controparti, pur in un contesto evoluto del sistema che fa emergere nuovi interessi e nuove relazioni, nel quale, tuttavia, il richiamo ad un approccio *multistakolder* pare nuovamente prestarsi ad essere un argomento sempre utile a proteggere interessi che restano fondamentalmente di parte [5].

---

[3] Se si confrontano i contenuti dei due documenti citati con gli obiettivi e i principi che la Johnson & Johnson indicò nel suo famoso "*Credo*" già nel 1943, si possono agevolmente riscontrare numerose affinità per ciò che riguarda gli obiettivi e i programmi dichiarati.

[4] Si noti quanto riferito da L. SACCONI, *Etica degli affari*, Milano, Il Saggiatore, 1991, 34, in merito al contenuto del Rapporto della *Business Roundtable* del febbraio 1988, che pare non differire molto da quanto affermato dalla stessa Associazione nello *Statement on the Purpose of the Corporation* dell'agosto 2019 in particolare con riguardo al rapporto di strumentalità tra l'impegno sociale e il profitto di lungo termine, ampiamente sottolineato anche nel recente *Statement* (in cui si legge che «Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country»).

[5] Nello specifico, e secondo un'osservazione più aggiornata del fenomeno, quella stessa motivazione che in passato ha verosimilmente sorretto le pratiche di responsabilità sociale adottate dal *management* delle grandi imprese e legata all'interesse di queste a limitare e condizionare l'intervento del legislatore a tutela dei beni comuni, oggi, nell'era del capitalismo finanzia-

Lo scenario nel quale queste dinamiche possono essere oggi comprese e interpretate presenta, peraltro, importanti elementi di novità.

Da un lato, nell'era del capitalismo finanziario, gli investitori istituzionali si sono imposti come nuovi e rilevanti protagonisti dei mercati, nonché principali interlocutori dei *manager*, presso i quali si fanno portatori di aspettative e istanze in parte diverse da quelle proprie del modello tradizionale di *shareholder*.

Come è stato osservato, la preferenza per la massimizzazione dei risultati di breve termine, considerata il principale ostacolo allo sviluppo di una cultura d'impresa inclusiva e orientata al lungo termine, fa parte della missione "istituzionale" degli investitori istituzionali, appartiene al loro impegno professionale nei confronti dei sottoscrittori e può determinare la misura del loro successo in un mercato tendenzialmente incapace di rilevare e riflettere nel prezzo dei prodotti finanziari il valore di lungo termine che ci si aspetta sia correlato alle iniziative di sostenibilità.

Questa condizione genera sia un contrasto tra le (pur reali) aspirazioni di lungo termine degli investitori istituzionali e gli incentivi generati dalle aspettative dei loro sottoscrittori, sia, su altro piano, un conflitto tra i gestori dei fondi e i gestori delle grandi imprese, conflitto che si concentra e si avvita proprio sul tema della sostenibilità [6].

Dall'altro lato, il diritto pare ormai orientato a superare la distanza storicamente coltivata rispetto ai temi della responsabilità sociale dell'impresa.

L'azione del legislatore su questa materia non si attua, tuttavia, nei termini in cui era stata pure in passato invocata allo scopo di rafforzare l'attendibilità

---

rio, potrebbe ascriversi alle strategie degli investitori istituzionali, preoccupati di scongiurare interventi di regolazione maggiormente rigorosi che li costringano a contenere ulteriormente una gestione degli investimenti orientata al breve termine. La spiegazione del rinnovato interesse dei *manager* delle imprese finanziate per l'assunzione pubblica di impegni di responsabilità sociale potrebbe a sua volta trovare spiegazione nel rapporto con i finanziatori dell'impresa e nell'obiettivo di contenere il *pressing* degli investitori istituzionali sui risultati di periodo, spostando l'accento e l'attenzione sulla tutela degli *stakeholder* non finanziari e sulla collegata prospettiva del risultato di lungo termine (cfr. M. ROE, *Why America's CEOs are Talking About Stakeholder Capitalism*, consultabile nel sito http://www.project-syndicate.org; nello stesso senso F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 615 ss., 622, e M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della* Business Roundtable, in questa *Rivista*, 2019, 627 ss., 628). Più fiducioso nella sincerità dell'impegno dei sottoscrittori dello *Statement* è G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Blackrock*, in *Riv. soc.* 2020, 51 ss. Sul tema v. anche P. MARCHETTI, *Dalla* Business Roundtable *ai lavori della* British Academy, in *Riv. soc.,* 2019, 1303 ss.).

[6] Cfr. F. DENOZZA, *Lo "scopo" della società: tra* short-termism *e* stakeholders'empowerment, in questa *Rivista*, 2021, fascicolo 1.

e l'effettività degli impegni sociali e ambientali assunti volontariamente dalle imprese anche attraverso la costruzione di un sistema di responsabilità rilevante sul piano giuridico.

Il legislatore contemporaneo, in qualche modo assecondando l'ambizione dichiarata dagli stessi operatori economici, interviene invece (e programma di intervenire ulteriormente) sulle regole di *governance* della grande impresa azionaria, allo scopo di indurre (o favorire) una gestione per l'appunto "sostenibile", che persegua, nel rispetto delle esigenze sociali e ambientali, la creazione di valore nel lungo termine per l'impresa, in una prospettiva sintetizzata nell'acronimo ESG (*Environment*, *Society*, *Governance*).

2. *La disciplina di diritto societario per lo sviluppo sostenibile.*

Come è noto, il diritto europeo è intervenuto, con la Direttiva UE 2014/95, a regolare i contenuti e i processi di formazione dei documenti di informazione non finanziaria, mentre il richiamo alla sostenibilità compare ormai in numerose altre direttive che riguardano l'organizzazione e la gestione della società per azioni (dalla Direttiva UE 2017/828 – c.d. *Shareholders* II – alla Direttiva UE 2019/2121 sulle trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere).

Su altro fronte, il legislatore italiano e quello francese, sulla scorta dell'esperienza di alcuni stati nordamericani [7], hanno introdotto discipline speciali dedicate a società che vogliano integrare nel loro programma imprenditoriale il perseguimento di obiettivi di carattere sociale o ambientale. Si tratta della disciplina italiana della società *benefit*, dedicata alle società lucrative (e cooperative) che, unitamente allo scopo di lucro (o mutualistico), intendano perseguire una o più finalità di beneficio comune (v. i commi 376-382 dell'art. 1, l. n. 208/2015) e della disciplina francese della *société a mission*, definita quale «société dotée d'une raison d'être au sens de l'article 1835 du code civil dont les statuts» il cui statuto «précisent un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux que la société se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité» (art. 176, l. 22 maggio 2019, n. 486, c.d. *Loi Pacte*).

[7] Il primo stato nordamericano ad introdurre una disciplina della società *benefit* è stato il Maryland, nel 2010, ma in breve tempo anche la maggioranza degli altri ordinamenti hanno previsto modelli analoghi, pur con alcune variazioni nelle rispettive discipline. Sull'esportazione dei modelli nordamericani di *benefit corporation* ad altri ordinamenti cfr. L. VENTURA, Benefit Corporation *e società* benefit *tra innovazione creativa e imitazione di modelli,* in AA.VV., *Dalla* benefit Corporation *alla società* benefit, a cura di B. De Donno e L. Ventura, Bari, Cacucci, 2018, 81 ss.

Ad infiammare il dibattito sui temi della *Corporate Social Responsibility* vi è peraltro il profilo legato alla definizione dello scopo dell'impresa, in particolare della grande impresa azionaria, e alla nuova riflessione sulla sua possibile declinazione nell'ambito del diritto comune dell'impresa costituita in forma societaria.

Un'importante sollecitazione in tal senso è arrivata dalla riforma che il diritto francese, attraverso la richiamata *Loi Pacte* del maggio 2019, ha impresso alla definizione di interesse sociale modificando l'art. 1833 del *Code Civil* ove è ora disposto che «La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité» (v. l'art. 169 della *Loi Pacte* che modifica nello stesso senso l'art. L225-35 del *Code de Commerce*).

Questa disposizione non rappresenta, in realtà, una novità assoluta e non è un *unicum* nel panorama normativo attuale. Il suo contenuto evoca, infatti, il disposto dalla *section* 172 del *Companies Act* inglese del 2006, che chiede agli amministratori di considerare nelle loro decisioni: «(a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company».

Anche la *New York Business Corporation Law* da tempo prevede una regola simile (§ 717-b), sebbene meno cogente, in cui è disposto che gli amministratori «shall be entitled to consider both the long-term and the short-term interests of the corporation and its shareholders and the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term upon any of the following: (i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation; (ii) the corporation's current employees; (iii) the corporation's retired employees and other beneficiaries receiving or entitled to receive retirement, welfare or similar benefits from or pursuant to any plan sponsored, or agreement entered into, by the corporation; (iv) the corporation's customers and creditors; (v) and the ability of the corporation to provide, as a going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business».

Fanno altrettanto altre normative, come quella contenuta nel Codice delle società commerciali portoghese (v. art. 64.i. lett. b) in cui si dispone che gli amministratori debbano osservare i propri doveri di lealtà e fedeltà «atendendo

aos interesses de longo prazo dos socios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relavantes para a sustentabilitade da sociedade, tais como os seus trbalhadores, clientes e credores».

La *soft law* dell'autodisciplina in materia di *corporate governance* si è mossa pure in senso analogo nei tempi più recenti e alcuni codici di *corporate governance* chiedono oggi agli amministratori di società quotate di perseguire la creazione di valore sostenibile, in una prospettiva di lungo termine, e di considerare, nella loro azione, anche gli interessi degli *stakeholder* non finanziari della società [8].

Da ultimo, la previsione di un dovere degli amministratori di società «to take into account all stakeholders'interests which are relevant for the long-term sustainability of the firm or which belong to those affected by it (employees, environment, other stakeholders affected by the business ect.) as part of their duty of care to promote interests or the company and pursue its obiectives» campeggia all'interno delle indicazioni di riforma del diritto europeo delle società prospettate nell'*Inception Impact Assessment* sulla *Sustainable Corporate Governance* che la Commissione Europea ha licenziato nel luglio 2020. Tali indicazioni trovano riscontro nella Proposta di Direttiva su *Corporate due diligence and corporate accountability* allegata alla Risoluzione del Parlamento europeo 2020/2129 del 10 marzo 2021 che indica come obiettivo quello di assicurare «that undertakings under its scope operating in the internal market fulfil their duty to respect human rights, the environment and good governance and do not cause or contribute to potential or actual adverse impacts on human rights, the environment and good governance through their own activities or those directly linked to their operations, products or services by a business relationship or in their value chains, and that they prevent and mitigate those adverse impacts».

[8] Così il *Codice di Corporate Governance* di Borsa Italiana del gennaio 2020 che chiede agli amministratori di perseguire il «successo sostenibile» della società (art. 1, I), definito come «l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società» (p. 4). Il richiamo al successo sostenibile è presente anche con riguardo alla definizione del piano industriale (p. 4) e della politica di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché del *top management* (art. 5, XV). Anche il *German Corporate Code* del 2019, nel preambolo, precisa che le regole del *Code* sottolineano l'obbligo degli organi di amministrazione e controllo, «in line with the principles of the social market economy – to take into account the interests of the shareholders, the enterprise's workforce and the other groups related to the enterprise (stakeholders) to ensure the continued existence of the enterprise and its sustainable value creation (the enterprise's best interest)».

La riforma francese si fa inoltre notare, da un lato, perché il dovere degli amministratori di considerare gli interessi sociali e ambientali è previsto come regola assoluta, non collegata funzionalmente alla realizzazione dell'interesse di lungo termine dell'impresa, dall'altro perché ad essa si affianca la facoltà, data agli statuti di società, di «préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité».

È, quest'ultima, una nozione del tutto inedita e per certi versi enigmatica [9], che va a posizionarsi tra le nozioni di vertice della disciplina del contratto di società, in prossimità e in collegamento con la nozione di interesse sociale, nonché con la definizione normativa dello scopo della società e, come tale, sembra dare particolare forza all'apertura dello scopo sociale a vocazioni speciali che gli azionisti sono chiamati a condividere nell'impostazione del proprio programma imprenditoriale.

3. *La* Corporate Social Responsibility*, il mercato e gli interessi degli investitori.*

Su un piano generale, si può osservare che le teorie sulla *Corporate Social Responsibility* sono state spesso considerate un correttivo del modello di sviluppo capitalistico o il segnale di un possibile recupero dei principi dell'economia sociale di mercato, non foss'altro per la comunanza di valori e obiettivi e la loro ricezione nei principi che ispirano l'azione dell'UE (v. artt. 11 ss. T.F.U.E.).

Se l'acquisita dominanza, nel diritto delle società, della teoria dello *shareholder value* e la diffusione delle teorie giuridiche dell'impresa concentrate sull'interesse degli investitori le hanno per un certo tempo poste ai margini del dibattito giuridico, nei tempi più recenti esse sono tornate all'attenzione degli studi di diritto positivo e divenute di interesse dello stesso legislatore, peraltro in una prospettiva del tutto nuova, basata, non solo sulla convinzione di poter conciliare gli interessi degli *stakeholder* non finanziari con l'interesse dei finanziatori dell'impresa alla redditività del loro investimento, ma anche sulla possibilità di assicurare la soddisfazione dei primi, e pertanto la protezione di beni comuni, attraverso dinamiche di mercato.

Se infatti si esaminano le scelte che il legislatore ha compiuto quando ha

[9] I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'etre,* in questa *Rivista*, 2019, 533 ss., che definisce addirittura "esoterica" la nozione in questione.

iniziato ad introdurre nel diritto delle società la considerazione di interessi sociali e ambientali, si può agevolmente osservare come l'attenzione si sia concentrata sulle regole idonee a consentire agli investitori di valutare e selezionare le pratiche di responsabilità sociale che si ritengano più adeguate a raggiungere gli obiettivi che il mercato, debitamente regolato, dovrebbe da solo assicurare.

Così, proprio le teorie sulla *Corporate Social Responsibility*, che verosimilmente si rafforzano come reazione alle teorie che valorizzano la dimensione finanziaria dell'impresa, diffusesi dagli anni '80 in poi [10], vengono assorbite, quanto alla loro declinazione mediante regole legali, nella disciplina dei mercati, in particolare dei mercati finanziari.

Conforme a questo orientamento risulta la disciplina della società *benefit*, che, correttamente, è stata collocata nel contesto del capitalismo finanziario [11], perché concepita in funzione esclusiva dell'interesse degli investitori, in particolare dei soci con sensibilità *multistakeholder* ai quali consente di integrare legittimamente le loro speciali preferenze negli obiettivi cui dovrà essere ispirata la gestione delle risorse investite.

La società *benefit* rimane, così, per legge, un'impresa a totale disposizione dei suoi soci-finanziatori, che soli hanno il controllo sul perseguimento degli obiettivi di bene comune, senza che agli altri *stakeholder* (potenziali fruitori di quei beni comuni) sia attribuito (almeno espressamente) alcun potere di controllo o di reazione laddove tali obiettivi siano disattesi.

La disciplina della società *benefit* rappresenta pertanto una chiara espressione di quella concezione volontaristica della responsabilità sociale dell'impresa che si è affermata nel tempo ed è diventata dominante nella ricostruzione e spiegazione del fenomeno.

Questa conclusione trova dimostrazione nel dato normativo. Non solo la scelta degli obiettivi di bene comune, ma anche il loro dosaggio e la loro combinazione sono un affare esclusivo dei soci. Perfino la motivazione ultima e le finalità reali del programma dei soci che costituiscono una società *benefit* potrebbero legittimamente ascriversi ad obiettivi non meramente altruistici, ma a finalità fondamentalmente egoistiche volte, ad esempio, a cercare nuove opportunità sui mercati (anche in quello finanziario) presso controparti sensibili

---

[10] Cfr. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale d'impresa*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di V. Di Cataldo e P. Sanfilippo, Torino, Giappichelli, 2013, 9 ss., 13.

[11] Cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, *La società* benefit *nell'era dell'*investor capitalism, in questa *Rivista*, 2017, fasc. 2.

ai temi della sostenibilità. La legge non esercita su ciò nessun sindacato e si tratterebbe comunque di un uso del modello pienamente legittimo purché si assoggetti alle regole in tema di trasparenza, rendicontazione, valutazione esterna di un soggetto indipendente.

Su un versante diverso, ma nella stessa prospettiva, si muove la disciplina degli obblighi di informazione non finanziaria, funzionale ad assicurare la trasparenza delle pratiche di responsabilità sociale adottate volontariamente dalle maggiori imprese.

Nei *Considerando* della Direttiva UE 2014/95 si sottolinea la sintonia delle pratiche di responsabilità sociale con la redditività di lungo termine delle imprese precisando che la finalità della nuova disciplina è quella «di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori …, per gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente» [12].

Nell'*Impact Assessment* che ha preceduto la direttiva si precisa che l'informazione non finanziaria è specificamente funzionale ad ottimizzare la strategia d'impresa, migliorando la gestione dei rischi, il risparmio di costi, l'accesso agli investimenti e il rapporto con i consumatori.

Nell'*Action Plan* della UE del 2018 sulla finanza sostenibile, che richiama l'Accordo di Parigi sul Clima del 2015 e all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, si sottolinea l'utilità di politiche pubbliche a sostegno di tale obiettivo, basate su incentivi e sovvenzioni agli operatori economici allo scopo di spingere la loro azione verso l'adozione di politiche di sostenibilità.

La finalità immediata e attuale del piano è peraltro quella di «riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva, gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali, nonché promuovere la trasparenza e la visione di lungo termine delle attività economico-finanziarie».

Le pratiche di responsabilità sociale sono quindi considerate strumentali al conseguimento di miglioramenti di efficienza e il *focus* di questa disciplina in evoluzione sembra concentrarsi sulla gestione dei rischi.

Sul punto è stato osservato che i rischi rilevanti nella fattispecie per imprese e investitori istituzionali non possano che essere individuati nei rischi globali (gravi disastri di natura collettiva, collegati all'eccessivo sfruttamento del-

[12] V. il *Considerando* n. 3 della Direttiva, ma v. anche le Comunicazioni della Commissione del 13 aprile e del 25 ottobre 2011, e le due Risoluzioni del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013.

le risorse naturali e all'inasprimento delle tensioni sociali), sul presupposto che tali eventi possono rappresentare l'innesco di crisi sistemiche capaci di ripercuotersi pesantemente sui profitti di lungo termine degli investitori proprio perché non gestibili con la mera diversificazione del portafoglio degli investimenti [13].

E questa interpretazione è pienamente coerente con l'ampio preambolo dell'*Action Plan* del 2018 in cui si sottolineano i potenziali effetti nefasti che potrebbero essere causati su alcune attività imprenditoriali e opportunità di *business* da catastrofi naturali, da grandi eventi meteorologici o dall'esacerbazione dei conflitti sociali.

La finalità ultima di questa disciplina non parrebbe limitata alla sola protezione dell'interesse dell'impresa a mantenere nel tempo la sua capacità di creare valore per gli azionisti/investitori perché questo obiettivo risulta formalmente coniugato con la preoccupazione per la conservazione di beni comuni come la salubrità dell'ambiente, le risorse del pianeta, la giustizia sociale.

Il traguardo della sostenibilità, punto di riferimento dell'azione del legislatore, viene presentato come una condizione inclusiva, alla quale è sottesa la convinzione che gli interessi pubblici e privati possano trovare, nelle buone prassi di governo delle attività economiche, una contestuale soddisfazione.

Del resto, anche quando la sostenibilità era una locuzione ancora sconosciuta al lessico del diritto e degli operatori, la convinzione che l'impresa potesse avvantaggiarsi – nel miglioramento della propria reputazione, nel rapporto con i lavoratori e nel successo presso i consumatori – dall'adozione di comportamenti etici e socialmente responsabili, e pertanto fosse nel suo interesse promuoverli, era già presente negli studi e nell'osservazione del fenomeno, nonostante l'esame del dato empirico offrisse riscontri talora contrastanti [14].

L'idea di fare leva sull'autointeresse dell'impresa per proteggere gli inte-

---

[13] Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss., 1022, ss. Secondo l'a., la prevenzione del rischio sistemico è obiettivo che appartiene all'interesse sociale concepito «come interesse tipico dell'azionista ideale identificato con il paradigma dell'investitore istituzionale» nella misura in cui tale rischio, per gli investitori istituzionali, può tradursi in un rischio di mercato e in un conseguente rischio di portafoglio. Essi, pertanto, saranno fortemente interessati ad investire in imprese che dimostrino di saper gestire adeguatamente quei rischi. Sul tema cfr. anche V. HARPER HO, *"Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 36, 2010, 59 ss., 80 ss.

[14] Per una valutazione critica e fortemente dubitativa della correlazione tra impegno sociale dell'impresa e miglioramento della sua *performance* v. D. VOGEL, *The Market for Virtue. The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility,* Washington DC, Brooking Institution Press, 2006, 33 ss.

ressi sociali e ambientali fonda, peraltro, la peculiare novità del metodo, dello "stile" che il legislatore ha adottato quando ha deciso di attivarsi per promuovere tali processi [15].

La tutela dei richiamati beni comuni, in questa nuova prospettiva, viene infatti perseguita facendo affidamento sui meccanismi di mercato, predisponendo una disciplina che si sostanzia in un insieme di obblighi di informazione, obblighi procedurali, incentivi di vario genere per mobilitare le risorse finanziarie presenti sui mercati verso gli obiettivi di sostenibilità.

Viene richiamata l'attenzione delle imprese, e degli investitori istituzionali, sui rischi per la redditività che potrebbero derivare da crisi sociali e ambientali, svolgendo una funzione quasi didattica, per certi versi paternalistica, sulla selezione degli elementi da considerare nelle attività di *risk assessment* e *risk management* che ogni impresa, industriale o finanziaria, è comunque tenuta a svolgere.

In questo modo, si vorrebbe attivare un processo in cui le preferenze di utilità dei suoi attori, che restano comunque focalizzate sulla massimizzazione del profitto, sono in qualche modo condizionate, e la stessa normativa si preoccupa di segnalare specifici elementi di scenario che chiede alle imprese di includere nella loro gestione dei rischi [16].

Se poi ci si chiede se questa disciplina sia supportata da un'idea di ordine e di equilibrio cui il mercato si ritiene possa approdare, se debitamente disciplinato, si può dire di poterla rintracciare proprio nella nozione di sostenibilità, che viene portata all'attenzione delle imprese come fattore e garanzia del loro successo di lungo termine, che sarà assicurato solo se l'impresa sarà capace di conservare integre quelle condizioni di contesto che le consentono di continuare ad operare e di raggiungere i propri obiettivi.

In questa impostazione trova evidente espressione la teoria del c.d. "*enlightened shareholder value*", che conserva e conferma l'unicità dello scopo della società ai cui *manager* è affidato il compito di massimizzare una sola funzione, data dal valore di lungo termine per l'impresa e i suoi azionisti. La con-

---

[15] F. DENOZZA, *Lo stile giuridico neoliberale,* in AA. VV., *Esiste uno stile giuridico neoliberale?,* a cura di R. Sacchi e A. Toffoletto, Giuffrè, Milano, 2019, 1 ss.

[16] Pare così di assistere ad uno di quei fenomeni descritti da F. DENOZZA (nt. 15), 17 nei quali il sistema non è in grado di prescindere da una visione degli attori del mercato come agenti massimizzanti una loro egoistica ed esclusiva preferenza di utilità, ma ne vincola la libertà con tutta una serie di presidi volti ad assicurare che le loro transazioni siano in grado di perseguire correttamente questo obiettivo di utilità nel lungo termine e che, al tempo stesso, siano altresì in grado di correggere le esternalità che le attività delle imprese possono produrre in campo sociale o ambientale.

siderazione degli interessi degli altri *stakeholder*, seppure ritenuta indispensabile e imprescindibile per raggiungere quel risultato, ha pur sempre un ruolo strumentale e nessun bilanciamento di interessi è richiesto.

Con questa impostazione pare del tutto coerente l'obbligo legale che possa essere posto in capo agli amministratori di società di diritto comune chiedendo loro di considerare gli interessi sociali e ambientali nella gestione dell'impresa. Con ciò, infatti, verrebbe ad essere reso esplicito uno specifico dovere degli amministratori già appartenente al loro generale obbligo di diligenza applicato al processo di valutazione e gestione dei rischi, e servirebbe altresì a correggere un possibile fallimento di mercato laddove la tecnica poco cogente del *comply or explain* non sia sufficiente a fare sì che essi percepiscano adeguatamente il vantaggio in termini di efficienza ascrivibile a simili adempimenti.

Pertanto, quelle disposizioni non modificano la consistenza e la natura dell'interesse sociale, tanto meno sottendono una modifica implicita dello scopo della società, né sollecitano una sua formale revisione. Al tempo stesso non giustificano una speciale responsabilità della società o dei suoi organi nei confronti degli *stakeholder* titolari degli interessi in questione, né richiedono che la legge si occupi di dotare questi ultimi di particolari strumenti di *empowerment.*

4. *La trasformazione della* Corporate Social Responsibility *e la sua acquisizione al modello neoliberale.*

Il fondamento culturale delle scelte effettuate dal legislatore europeo nel regolare l'azione delle imprese per orientarle a contribuire al perseguimento dello sviluppo sostenibile si può rintracciare nell'approdo di un'evoluzione che la stessa teoria della responsabilità sociale dell'impresa ha subito nel corso dell'ultima metà del secolo scorso.

L'impostazione che vede nella sostenibilità una sintesi di equilibri economici, ambientali e sociali, assicurata dal rapporto di strumentalità tra l'impegno sociale dell'impresa e il suo profitto di lungo termine, non appartiene infatti all'originaria concezione della responsabilità sociale dell'impresa, ma ne rappresenta un'interpretazione piuttosto recente, che trasforma in parte i punti di riferimento di quella teoria e ne oscura altresì la ragione politica.

Che l'impresa possa essere considerata un attore istituzionale e possa assumere un ruolo pubblico, idoneo a giustificare un suo speciale dovere di protezione nei confronti dei suoi *stakeholder* e del consorzio sociale nel suo complesso è un'idea non recente e appartiene a riflessioni anche piuttosto risalenti nel tempo.

Si rintraccia nella concezione istituzionalistica dell'interesse sociale dei primi decenni del secolo scorso [17] come nelle teorie managerialiste degli anni '30 che, nella presa d'atto del fenomeno della separazione tra proprietà e controllo nella grande impresa e nel conseguente indebolimento del ruolo attivo degli *shareholder*, sottolineano l'unitarietà dell'interesse dell'impresa "*as a whole*" e talora si aprono a concepire una responsabilità dell'impresa-istituzione verso la società civile [18].

Negli stessi anni, tuttavia, il dibattito sul ruolo sociale dell'impresa esce dall'ambito delle teorie giuridiche ed economiche e diventa argomento di interesse per l'intera collettività.

La crescita delle attività industriali inizia, infatti, a rendere evidenti i rischi di deterioramento delle condizioni ambientali procurati dal consumo massiccio delle risorse naturali e dall'inquinamento dei territori [19]. I movimenti sociali, e tra questi, in particolare, i movimenti ecologisti degli anni '50, denunciano, presso l'opinione pubblica, l'abuso delle risorse della terra perpetrato dalle attività produttive e lo sfruttamento di vaste aree del pianeta, con il conseguente impoverimento e l'emarginazione di larghe fasce della popolazione a sud del mondo.

All'espansione delle attività industriali e alla spinta produttivistica sono ascritte precise responsabilità nella creazione di pesanti squilibri dell'ecosiste-

---

[17] Cfr. sul punto H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato,* in *Riv. soc*., 2018, 803 ss.

[18] Il punto di riferimento è la notissima opera di A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property,* New York, Harcourt, Brace & World, 1932, ma anche l'altrettanto noto dibattito tra A. Berle e E.M. Dodd sotto il titolo: «*For whom are corporate managers trustee*», in *Harvard Law. Rev*., 45, 1932, 1147-1163 e 1365-1375; C. KAYSEN, *The social significance of the modern corporation*, in *American Economic Review*, vol. 47, 1957, 311 ss. Negli anni '50, infatti, sotto la spinta dell'economia sociale di matrice keynesiana e della crescita del potere dei sindacati dei lavoratori, si rafforza l'idea dell'affrancamento del potere dei *manager* dal controllo degli *shareholder*-proprietari dell'impresa e si diffondono nuove teorie che spingono a ridefinire lo spettro dei doveri degli amministratori delle grandi *corporation* per orientarli a considerare, nella loro azione, l'interesse dell'intera comunità. Nasce così la figura dell'impresa socialmente responsabile, come conseguenza di una nuova concezione della sua natura e della sua funzione, nell'ambito della quale gli interessi degli *shareholder* vedono indebolita la loro posizione di supremazia.

[19] Cfr., tra i tanti, G. RICKETTS, *The Roots of Sustainability*, in *Academic Questions*, 2010, 20 ss. Il punto di riferimento del movimento ecologista dell'epoca è il volume di R. CARSON, *Silent Spring*, New York, Houghton Mifflin, 1962 che denunciò i pericoli legati all'uso dei pesticidi nell'agricoltura e alimentò un filone del pensiero ambientalista concentrato sui rischi di disastri ecologici e di contaminazioni ambientali pericolose per l'uomo e per tutte le specie viventi.

ma e nel peggioramento delle condizioni di vita di una parte della popolazione mondiale e, sebbene con diverse sfumature e modulazioni, l'accento viene posto sui limiti che la crescita economica deve incontrare perché sia garantita la conservazione delle risorse naturali, nonché la dignità e la libertà degli individui.

Tali movimenti esprimono pertanto, alle origini, e pure nella varietà delle colorazioni ideologiche e dei riferimenti politici, una critica radicale al capitalismo di mercato sottolineandone le gravi responsabilità nel deterioramento del rapporto tra l'uomo e la natura, nella crescita della povertà e dell'esclusione sociale, nello sfruttamento e nella mercificazione delle risorse umane e ambientali, mentre la tutela dei beni comuni messi a rischio dall'attività d'impresa viene considerata una condizione che non può prescindere da un controllo sull'esercizio delle attività economiche.

La responsabilità d'impresa verso la società e l'ambiente viene così concepita in un'accezione forte, non solo in termini di ideale "*responsibility*", ma come vera e propria "*accountability*" che chiede trasparenza, controlli e formali responsabilità.

La responsabilità che le imprese sono chiamate ad assumersi comporta, in questa prospettiva, anche un cambiamento del modello di sviluppo, che chieda alle imprese di rinunciare in parte alla propria crescita e ai propri profitti per assicurare la conservazione dell'ambiente e il rispetto della dignità e dei diritti umani.

La grande impresa risponde a queste sollecitazioni, forse anche nel timore di una più intensa regolazione delle attività economiche invocata dai richiamati movimenti di opposizione, e si impegna pubblicamente a farsi carico di questa responsabilità. In questi anni, infatti, si assiste alla grande diffusione di codici etici e codici di condotta aziendali nei quali le imprese assumono pubblicamente un impegno di protezione dei beni comuni messi a rischio dalla propria attività [20].

Nei decenni successivi, peraltro, si modifica lo scenario culturale e ideologico, mentre la crescita delle attività finanziarie pone le basi dell'*investor capitalism* che cambia il volto dell'economia e dei mercati.

Il neoliberalismo, supportato dalle politiche di liberalizzazione e deregolamentazione praticate da importanti governi dell'epoca, si afferma e si diffonde come modello dominante e con esso la centralità dei meccanismi e delle relazioni di mercato come tecnica capace di assicurare la migliore allocazione delle risorse e il benessere per l'intera collettività.

---

[20] Sulla nascita e la diffusione dei codici etici d'impresa cfr., tra gli altri, L. SACCONI, (nt. 4), 340 ss.

Nel diritto dell'impresa torna in auge e si rafforza progressivamente la teoria della *shareholder primacy* che si traduce nel rafforzamento dei diritti degli azionisti, finalizzato a sollecitare, in particolare, l'attivismo degli investitori istituzionali. Il ruolo attivo di questi ultimi nel rapporto con il *management*, e nell'esercizio dei poteri formali di *governance* attribuiti alle minoranze azionarie, viene considerato, unitamente al rafforzamento del mercato del controllo societario, la strategia migliore per assicurare l'efficienza della gestione e la massimizzazione del risultato imprenditoriale.

Le teorie economiche sul ruolo dell'impresa che si affermano in questo momento storico si allontanano decisamente da quelle che avevano trovato consenso nei decenni precedenti e la concezione della *Corporate Social Responsibility* che invoca precise responsabilità dell'impresa nei confronti degli *stakeholder* non finanziari, unitamente a controlli e vincoli sulle attività produttive, pare sempre meno aderente al pensiero e ai modelli economici dominanti.

Stranamente, tuttavia, questo periodo vede un ritorno di attenzione ai temi del ruolo sociale dell'impresa in una concezione peraltro rinnovata e rivisitata, che in qualche modo accetta alcuni capisaldi del pensiero neoliberale, coltivando una nuova razionalità che affida alla capacità selettiva del mercato e alla ricerca di efficienza degli operatori economici e finanziari la garanzia degli interessi degli *stakeholder* non finanziari in quanto strategia vincente per realizzare valore nel lungo termine, con ciò affermando quello che è stato definito il *business case* della *Corporate Social Responsibility* [21].

Nel dibattito su questi temi, il radicalismo delle originarie concezioni della responsabilità sociale dell'impresa viene del tutto abbandonato. Anche le istanze del movimento ecologista si adattano al pensiero economico *mainstream*, ma soprattutto si afferma l'idea di una possibile convivenza tra l'interesse dell'impresa a massimizzare i propri profitti e la tutela dei beni comuni, rappresentata dall'obiettivo della sostenibilità. Così, la riflessione sul ruolo sociale dell'impresa viene ripensata, depoliticizzata e strutturata in nuove concettualizzazioni destinate a pervenire fino ai nostri giorni [22].

Questo nuovo approccio, costruito intorno alla nozione di sostenibilità, trova consacrazione nell'ambito di importanti conferenze internazionali.

Nel Rapporto Brundtland del 1987, presentato dalla Presidente della Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (WCED) e nella Conferenza delle

---

[21] Cfr. M. LIBERTINI, (nt. 10), 9 ss.

[22] Cfr. L. TULLOCH, D. NEILSON, *The Neoliberalisation of Sustainability*, in *Citizenship, Social and Economics Education,* 2014, 26 ss.; D. CARRUTHERS, *From Opposition to Orthodoxy: The Remaking of Sustainabile Development*, in *Journal of Third World Studies,* 2001, 93 ss.

Nazioni Unite svolta a Rio de Janeiro nel 1992, in particolare nell'importante documento intitolato Agenda 21, lo sviluppo economico, la tutela dell'ambiente e la lotta alla povertà sono presentati come obiettivi collegati e interdipendenti, sul presupposto che la crescita economica sia fattore imprescindibile per il benessere della società nel suo complesso laddove sia concepita come crescita sostenibile, che assicuri la capacità di «soddisfare i bisogni attuali senza compromettere la possibilità di soddisfare i bisogni delle future generazioni».

Il rapporto di causalità tra conseguimento del profitto dell'impresa e sacrificio dei beni comuni si rovescia nella prospettiva che vede il successo dell'impresa supportato dalla cura degli interessi sociali e ambientali e, a questi fini, gli operatori economici vengono incoraggiati ad operare responsabilmente ponendo in essere strategie e politiche di lungo termine, ad internalizzare i costi dello sfruttamento delle risorse ambientali e a prevenire il degrado dell'ambiente.

Il tutto con l'invito a considerare l'uso dei principi di mercato per elaborare strumenti economici e politiche pubbliche capaci di perseguire lo sviluppo sostenibile.

Questi principi vengono confermati e ribaditi negli anni successivi in numerosi altri documenti internazionali, dal *Global Compact* delle Nazioni Unite all'iniziativa europea della *Triple Bottom Line.*

In questa nuova accezione, le istanze di responsabilità sociale dell'impresa, ormai basate sull'obiettivo della sostenibilità, perdono il loro potenziale critico nei confronti del modello di sviluppo capitalistico e, secondo una formula molto efficace, dismettono la loro vocazione "*trasformativa*", iniziando a proporsi come soluzione solo "*migliorativa*" dei processi di produzione e della gestione dell'impresa, non mettendo in discussione l'obiettivo della massimizzazione del profitto, ma limitandosi a richiedere che esso sia perseguito considerando le sue possibili ricadute sull'ambiente e sulla società nel suo complesso [23].

[23] Così P. IRELAND, R.G. PILLAY, *Corporate Social Responsibility in Neoliberal Age*, in AA. VV., *Corporate Social Responsibility and Regulatory Governance*, a cura di P. Utting e I.C. Marques, Londra, Palgrave Macmillan, 2010, 77 ss., 89. In senso analogo F. DENOZZA, *Le aporie della concezione volontaristica della CSR*, in AA. VV., *La responsabilità sociale dell'impresa*, cit., 49 ss., per il quale la concezione volontaristica della CSR che è stata abbracciata dal diritto europeo negli ultimi anni, così come nei cd. *ALI Principles on Corporate Governance,* nonché nell'interpretazione dominante, «finisce per creare al massimo un vincolo di ponderazione, ma in nessun caso di costrizione, delle scelte, considerato che, come notano in genere i commentatori, non è prevista alcuna azione con cui gli stakeholders possano far valere un'infrazione ad un ipotetico obbligo».

5. *Qualche valutazione critica.*

In questo scenario concettuale, in cui la responsabilità sociale dell'impresa viene concepita e teorizzata all'interno della ragione neoliberale, c'è da chiedersi se i meccanismi di mercato ai quali sono affidati gli obiettivi di uno sviluppo sostenibile siano effettivamente in grado di produrre gli effetti auspicati, almeno nei termini in cui sono ipotizzati dal modello e, come pare, recepiti dal recente legislatore.

In particolare, se il contenuto dell'impegno sociale richiesto alle imprese viene costruito essenzialmente in termini di contributo alla gestione dei rischi sistemici e delle minacce globali, e pertanto alla prevenzione delle catastrofi naturali, dei disastri ambientali, delle gravi crisi economiche che possano in qualche modo trovare causa nelle esternalità prodotte dalle attività economiche, ci si sta incamminando in un percorso pieno di incognite.

Di fronte a simili rischi, la razionalità scientifica e le conoscenze tecniche disponibili, per quanto evolute e sofisticate, sono in molti casi insufficienti a immaginare le possibili conseguenze dei comportamenti umani che, per essere gestite e contenute, devono innanzitutto essere conosciute.

Il carattere universale di questi rischi rende la loro materializzazione talora imprevedibile ed "erratica", mettendo in discussione la stessa capacità di concepire in termini certi il rapporto di causalità tra comportamenti umani e danni alla collettività [24].

Ne è un drammatico esempio l'epidemia da Sars-Cov-2. Il rischio della diffusione di epidemie da nuovi coronavirus, come pare, non era del tutto ignota agli scienziati e alle stesse istituzioni, ma la sua imminenza è sfuggita alle previsioni e forse non era nemmeno prevedibile in sé. Non è chiaro se la diffusione del nuovo virus abbia cause esclusivamente naturali o se sia in qualche modo legata alle attività umane. Certamente, la globalizzazione delle attività e dei traffici ha contribuito alla rapida diffusione dei contagi e ha impedito che le iniziative di contenimento adottabili fossero sufficienti ad impedire le gravi conseguenze che essa ha generato. E, in questa prospettiva, c'è chi ha sostenuto che il modello di sviluppo delle società ipermoderne ha prodotto stili di vita, di commercio e di consumo che offrono terreno fertile all'esposizione a simili rischi.

In ogni caso, al di là del contributo delle condotte umane alla produzione di eventi come quello pandemico, è proprio la natura sistemica dei rischi cui è

[24] Cfr. U. Beck, *La società del rischio*, Roma, Carocci, 2020 (ristampa tradotta dell'edizione originale del 1986), 36.

esposta la società contemporanea a renderne difficile la previsione e pertanto la loro stessa percezione e valutazione prognostica.

Questo dato si ripercuote sulla stessa nozione di sostenibilità che risulta, per questi motivi, necessariamente vaga, sia perché non ha alla base una solida teorizzazione, sia perché sconta una serie di problemi legati ai limiti delle conoscenze scientifiche e tecnologiche e con essi alla mancanza di una chiara proiezione di ordine temporale in tutti gli ambiti rilevanti che, viceversa, risulta determinante nella valutazione dell'efficacia degli strumenti di prevenzione adottati [25].

Non solo, ma è stato osservato che la valutazione e la gestione dei rischi sistemici, rilevanti per l'intero consorzio umano, presuppongono comunque una scelta sulla loro *accettabilità* e pertanto «le modalità di determinazione del rischio sono la forma in cui l'etica (e con essa la filosofia, la cultura, la politica) si ripresenta nei centri nevralgici della modernizzazione: nell'economia, nelle scienze naturali, nelle discipline tecniche» [26].

Proprio in questo pare risiedere l'irriducibile ambiguità della nozione di sostenibilità. Se nella sua teorizzazione generale, infatti, essa propone un'idea di *partnership* tra crescita economica e tutela dei beni sociali e ambientali, nella sua declinazione nell'ambito di un modello di disciplina delle attività d'impresa comunque *shareholder oriented* la tutela dei beni comuni finisce per rappresentare solo un obiettivo strumentale, un elemento intermedio e funzionale che l'impresa è chiamata a considerare per massimizzare preferenze di utilità diverse, elaborando il grado di accettabilità del rischio non certo in base a valutazioni etiche o politiche, ma in base a ragioni di tipo prettamente utilitaristico.

Da un lato, infatti, l'impresa potrebbe tendere ad identificare e valutare in concreto i rischi sociali e ambientali non già nella considerazione del possibile danno alla collettività, ma per il loro tradursi in propri specifici rischi, quali i

---

[25] Sull'ambiguità della nozione di sostenibilità v. le osservazioni di M.J. MILNE, R. GRAY, *W(h)ither Ecology? The Triple Bottom Line, the Global Reporting Initiative and Corporate Sustainability Reporting*, in *Journal of Business Ethics*, 2013, 13 ss.

[26] U. BECK, (nt. 24), 37. L'a. sottolinea come la razionalità scientifica sul tema del rischio non possa pretendere di avere una sua propria obiettività e finisce per ricongiungersi alla sfera della politica e dell'etica nella misura in cui la stessa nozione di rischio non può prescindere dalla preventiva definizione di valori. Allo stesso modo, anche il mero calcolo probabilistico, per quanto accurato, non può esaurire da solo la determinazione della dimensione del rischio, perché essa si ricava dalla rilevanza del bene che risulta esposto e che dipende da una scelta etica e politica precedente (l'a. confronta gli effetti di un disastro nucleare con quelli di una sciagura aerea, sottolineando che la diversa probabilità del verificarsi si un incidente nei due casi, ricavabile sulla base di dati meramente tecnici, non basta a determinare la rilevanza dei due diversi rischi).

rischi reputazionali, legali o di mercato e a basare l'analisi di materialità dei rischi essenzialmente sull'entità delle perdite che possano derivare all'impresa o al suo comparto di appartenenza del verificarsi di taluno degli eventi presi in considerazione.

Dall'altro, la compatibilità della *Corporate Social Responsibility* con la prospettiva *shareholder oriented*, posta a base della richiamata nozione di sostenibilità, si traduce, come osservato, in un modello in cui la considerazione dei profili ESG è funzionale alla prevenzione dei soli rischi sistemici, perché sono questi i rischi capaci di tradursi in rischi di mercato per l'azionista/investitore. Restano con ciò tagliati fuori da ogni considerazione i rischi specifici di danni ai beni comuni che pure possono derivare dalle attività economiche perché si tratta di rischi che gli investitori istituzionali riescono comunque a gestire tramite opportune diversificazioni del portafoglio.

Pertanto, la scelta etica o politica, ove pure presente nel progetto del legislatore o delle istituzioni che sollecitano gli operatori economici a farsi carico dei rischi sociali e ambientali prodotti dalla loro attività, è oscurata proprio da questa teorizzazione [27], mentre la stessa decisione di coinvolgere i meccanismi di mercato nella realizzazione di questi obiettivi appare poco compatibile con le funzioni che il mercato normalmente svolge, di meccanismo ordinatore di preferenze di utilità e non già di scelte politiche o di valori morali [28].

---

[27] In questo senso è da condividere l'impressione di C. ANGELICI, *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, in *Riv. soc*., 2020, 4 ss., 22 ss. che il concetto di *long term shareholder value* sia essenzialmente una formula retorica cui è sottesa una sostanziale "insincerità", perché una responsabilità sociale delle imprese declinata in questi termini ha, in definitiva, lo scopo di conservare legittimazione alla *shareholder primacy*, e ciò in quanto, includendo la considerazione dei beni comuni, «si prende atto dei limiti, ma si contribuisce anche a delimitare, delle possibilità di azione delle forze politiche e dei procedimenti democratici».

[28] È pur vero che l'elaborazione delle preferenze degli attori del mercato non necessariamente si concentra su un obiettivo esclusivo, ma può sottendere valutazioni complesse e aggregare a valutazioni di autointeresse anche aspirazioni di tipo morale o preoccupazioni di benessere collettivo destinate a combinarsi tra loro e a produrre un *output* che si esprime nel loro bilanciamento (cfr. L. SACCONI, *Non tutta la massimizzazione viene per nuocere (e i molti significati di "agente massimizzante"*), in AA. VV., *Esiste uno stile giuridico neoliberale?*, (nt. 15), 305 ss., 318 ss.). Questa diversa e più inclusiva concezione delle preferenze degli attori del mercato non è ignota al legislatore che tuttavia la fa propria soltanto in una disciplina speciale quale è quella della società *benefit,* dove proprio la liberalizzazione dello scopo sociale e la sua apertura all'inclusione di obiettivi di bene comune paiono funzionali a consentire ai partecipanti di vedere realizzate le proprie preferenze *multistakeholder,* affidandone la realizzazione al bilanciamento che sarà operato secondo gli accordi che adotteranno.

Come è stato in precedenza osservato, tuttavia, la società *benefit* è uno strumento del tutto

Su un piano operativo resta l'interrogativo sull'adeguatezza di un sistema che affida ad un mercato così regolato e ai suoi protagonisti il raggiungimento di obiettivi di interesse generale e la protezione della società da rischi sistemici collegati a gravi crisi sociali o ambientali, se si considera che l'eventualità di un rischio sistemico normalmente sollecita una vigorosa regolazione e un'attenta attività di vigilanza.

Di fronte a queste norme è inevitabile interrogarsi se questa idea di orientare i mercati finanziari verso l'investimento sostenibile e il profitto di lungo termine possa avere in concreto successo, se con ciò si riesca a rendere più robusta la quota di mercato in mano alla finanza sostenibile, se il sistema sia in grado di contrastare gli inevitabili comportamenti di *free-riding* (tipici nel caso in cui la protezione di interesse pubblici sia affidata a soggetti privati) e garantire la definitiva rinuncia degli investitori alla seduzione dei risultati di breve termine[·].

6. *Una nuova prospettiva: l'*Inception Impact Assessment *della Commissione Europea sulla* Sustainable Corporate Governance *e la Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo su* Corporate due diligence and corporate accountability.

I dubbi sulla funzionalità di un sistema così concepito, che tende a coinvolgere le imprese nel perseguimento di uno sviluppo sostenibile, sembrano affiorare nella più recente riflessione del legislatore europeo che pure vi ha fondato la normativa sopra esaminata.

Nell'*Inception Impact Assessment* del luglio 2020, la Commissione Europea prende atto dell'inefficacia delle misure attualmente adottate per orientare le imprese verso pratiche realmente orientate a perseguire risultati di lungo termine e, con essi, a muoversi in un percorso funzionale ad assicurare una crescita all'insegna della sostenibilità.

La criticità principale ha ad oggetto la persistente concentrazione della gestione societaria su risultati di breve termine, cui pure restano collegati i criteri di remunerazione degli amministratori, e l'attribuzione di elevati *pay-out* agli azionisti. In ciò risiederebbe la causa di scarsi investimenti in innovazione che sarebbero viceversa funzionali ad assicurare la transizione verso un modello di

privato, nelle mani degli investitori, oggetto di scelte e preferenze che maturano nel mercato finanziario, un mercato al quale non partecipano i titolari degli interessi a quel bene comune oggetto del programma sociale della società *benefit* e ai quali la disciplina positiva nega ogni potere di *voice* o strumento di *enforcement.*

sviluppo sostenibile, segnalando sul punto i dati rivenienti da studi empirici che confermano la maggiore competitività e la speciale capacità dimostrata dalle imprese più sensibili al tema della sostenibilità di resistere perfino alle sfide imposte dalla pandemia da Covid 19.

Il dato più importante del documento riguarda tuttavia il riscontro dell'incapacità delle imprese, sia nella gestione diretta, sia nei rapporti con le catene di fornitura, di identificare e gestire i rischi legati al cambiamento climatico, ad altri problemi ambientali e ai diritti umani (inclusi i diritti dei lavoratori) e l'adozione di metriche inadeguate, non supportate dai criteri tecnico-scientifici.

La ragione delle richiamate condizioni viene indicata in "*both market and regulatory failures*" ascrivendo in parte la responsabilità del fallimento di mercato all'incertezza della normativa attualmente vigente negli stati dell'Unione che, sebbene richiami gli amministratori a perseguire l'interesse dell'impresa "*as a whole*", non disattiva l'interpretazione dominante che afferma la responsabilità degli amministratori esclusivamente nei confronti degli *shareholder*, con ciò legittimando la pressione di questi ultimi su risultati esclusivamente finanziari e, soprattutto, di breve termine.

Di qui, sul presupposto che il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità non possa essere assicurato dalla sola azione delle forze di mercato, il programma di rivedere la vigente normativa europea sui diritti degli azionisti, sulla *corporate governance* e sull'informazione non finanziaria, all'insegna di un progetto che riesca a garantire effettività alla tutela di tutti gli *stakeholder*, attraverso la previsione di specifici doveri per gli amministratori di includere tali interessi nella loro azione amministrativa, affiancando a questi doveri adeguati strumenti di *enforcement.*

Rispetto all'approccio dell'*Action Plan* 2018 e della prima direttiva sull'informazione non finanziaria si può apprezzare su più fronti un iniziale cambio di passo.

Innanzitutto, la concezione esclusivamente volontaristica della *Corporate Social Responsibility* e la sua rimessione alle dinamiche di mercato pare indebolirsi di fronte alla rilevata necessità di regolare con specifici doveri l'azione degli amministratori di società se la si vuole realmente capace di produrre i risultati sperati.

In secondo luogo, la prospettiva che la Commissione europea adotta nel citato documento pare intenzionata a dare maggiore concretezza al tema dei rischi ai quali l'attività di impresa può esporre beni di interesse comune.

Non si considerano, infatti, soltanto «i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali», di cui all'*Action Plan* Ue del 2018. L'accento si sposta,

più in generale, sulla tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari dell'impresa, nonché sulla tutela del «*local and global environment*», così come gli amministratori sono chiamati a considerare non solo gli interessi degli *stakeholder* in quanto rilevanti per la sostenibilità di lungo termine dell'impresa, ma anche gli interessi «which belong to those affected by it (employees, environment, other stakeholders affected by the business etc.)», considerati in modo del tutto indipendente dalla loro strumentalità al successo dell'impresa.

Da un lato, quindi, l'attenzione viene rivolta anche a rischi ambientali più prossimi (*local*) e specificamente riferibili alle attività della singola impresa (in termini di immediate esternalità) e quindi diversi dal rischio sistemico collegato al cambiamento climatico o al consumo delle risorse del pianeta, dall'altro vi è una specifica e separata considerazione degli interessi dei soggetti la cui sfera può essere influenzata dall'attività d'impresa indipendentemente dalla loro rilevanza ai fini della sostenibilità di lungo termine delle attività economiche [29].

L'*Impact Assessment* della Commissione Europea è supportato da un documento tecnico di approfondimento redatto a EY (*Study on Directors Duties and Sustainable Corporate Governance*) nel cui *Final Report* [30] viene proposta l'analisi delle questioni chiave relative all'implementazione delle pratiche di *governance* orientate alla sostenibilità e la valutazione sia dell'impatto delle misure adottabili sugli attori del sistema (imprese, sistema economico, società, *stakeholder*), sia della loro efficacia nel risolvere le questioni sul tappeto. Sintetizzando, si può dire che da tale analisi risulta in molti casi evidente il *trade-off* tra interessi dell'impresa e interessi degli *stakeholder* non finanziari con riguardo alle misure proposte, almeno nel breve-medio termine, in forza essenzialmente dei costi e delle incertezze generati dalla predisposizione e dalla successiva operatività dei nuovi eventuali presidi di *governance*. Viceversa, sul piano dell'efficacia delle misure adottabili, a tutte le proposte messe in campo viene riconosciuta un'elevata capacità di raggiungere il risultato auspicato, pur segnalando la difficoltà di concepire una nuova articolazione dei do-

[29] Da ultimo, appare interessante l'accento sui costi (occasionali e permanenti) che l'adeguamento a queste nuove direttiva può generare e che vengono giustificati e legittimati dalla loro capacità di tradursi, non solo nel rafforzamento della resilienza delle imprese alle crisi, nel miglioramento della loro attrattività e competitività, ma anche nel vantaggio che l'economia e l'intera società possono trarre dall'innovazione, dal progresso tecnologico, dalla ricerca che supportano la "*sustainability transition*".

[30] Il *Report* è consultabile nel sito http://www.op.europa.eu e nel sito http://www.ecgi.global.

veri degli amministratori e dell'interesse sociale che possa essere ampiamente condivisa e renda certi i termini in cui deve svolgersi l'azione di coloro ai quali è affidata la gestione della società [31].

Questi studi e i loro risultati sono posti a base della Proposta di Direttiva allegata alla Risoluzione del Parlamento Europeo del 10 marzo 2021 su "*Corporate due diligence and corporate accountability*", nella quale è richiesto agli Stati membri di stabilire norme idonee a garantire che le imprese esercitino la dovuta diligenza con riguardo agli impatti negativi, attuali o potenziali, della loro azione e dei loro rapporti d'affari sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona *governance* (art. 4), chiedendo altresì che sia assicurato un dialogo proficuo e leale delle imprese con i portatori di interesse (art. 3), la concessione a questi ultimi di un diritto di reclamo (art. 9) e la previsione di meccanismi di riparazione giudiziale e stragiudiziale dei danni che siano stati provocati ai predetti interessi dall'azione dell'impresa (artt. 9 e 10).

7. *I rischi e le opportunità di una* governance multistakeholder.

I termini del processo di revisione della *governance* delle imprese nel segno della sostenibilità che la Commissione europea intende avviare stanno dando ulteriore stimolo al dibattito sui temi dell'interesse sociale e del *corporate purpose.*

Per la prima volta, infatti, sebbene tratteggiata solo nelle sue linee di massima e consapevole di muoversi in un percorso denso di difficoltà, viene formalizzata una proposta di intervento normativo che pone al centro dell'attenzione la revisione dei doveri degli amministratori e dell'interesse sociale nel segno dell'integrazione degli interessi degli *stakeholder* non finanziari nella strategia d'impresa, auspicando una *governance* realmente *multistakeholder*, nella prospettiva di un superamento della *shareholder primacy* e, verosimilmente, della stessa concezione dell'*enghlitened shareholder value.*

L'iniziativa dell'UE e con essa quegli orientamenti del pensiero giuridico ed economico che sostengono la validità e la praticabilità di un modello di gestione dell'impresa inclusivo di interessi esterni e diversi da quelli dei suoi *shareholder*, indipendentemente dalla loro funzione strumentale al perseguimento

[31] Le misure in questione vanno dall'intervento sui criteri che governano la remunerazione degli amministratori e la composizione dell'organo amministrativo, alla ridefinizione dei doveri degli amministratori inclusiva dell'obbligo di considerare gli interessi degli *stakeholder* non finanziari e di identificare e mitigare i rischi di sostenibilità, alla previsione di solidi meccanismi di *enforcement.*

del profitto, anche di lungo termine (cd. "*stakeholderism*"), sono state tuttavia accolte dai primi commentatori con scetticismo e diffidenza.

I primi commenti si esprimono in chiave decisamente critica verso le soluzioni auspicate dalla Commissione. Negano anzitutto gli stessi presupposti tecnici su cui si basano le valutazioni e le proposte prospettate (contestando, in particolare, la correlazione tra *short termism* e insufficienza nell'impegno a favore della sostenibilità, ritenuta non supportata da evidenze economiche) e segnalano i rischi insiti in soluzioni che pretendano di affidare agli amministratori il compito di governare e bilanciare interessi multipli e gestire multipli conflitti (perfino tra gli interessi di diverse categorie di *stakeholder*) [32].

Su altro piano le riforme auspicate sono giudicate del tutto illusorie e incapaci di garantire un'effettiva e reale tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari perché, in definitiva, affiderebbero nuovamente la tutela di beni comuni alle forze di mercato e a strumenti di natura privatistica. Tali riforme, si osserva, potrebbero risultare addirittura controproducenti perché capaci di distogliere l'attenzione dalla necessità di interventi di regolazione e reali riforme di *welfare* a favore di lavoratori, consumatori, ambiente e società civile che possano orientare, in modo diretto e preciso, attraverso la previsione di obblighi e incentivi, l'azione delle imprese verso la tutela dei beni comuni [33].

Si tratta di criticità che non possono essere ignorate e che confermano i dubbi e le perplessità già emersi nel dibattito in corso sul tema del *corporate purpose*, sulle proposte di una sua revisione per dare spazio alla tutela degli *stakeholder* non finanziari e alla collegata necessità di ripensare l'estensione

---

[32] Cfr. M.J. Roe, H. Spamann, J.M. Fried, C.C.Y. Wang, J.M. Ramseyer, A. Farrel, R. Kraakman, L.A. Bebchuk, R.C. Clark, *Law and Business Professors'Submission to the EU on EY's Study on directors'duties and sustainable corporate governance*, consultabile nel sito http://www.ec.europa.eu. Per ulteriori rilievi critici al documento, cfr. G. Ferrarini, *Corporate Purpose and Sustainability*, consultabile nel sito http://www.ecgi.org.

[33] Cfr. L.A. Bebchuk, R. Tallarita, *The Illusory Premise of Stakeholder Governance,* in http://www.ssrn.com, (v. in particolare 66 ss. del testo). Inoltre, proprio l'insistenza dei *manager* delle maggiori imprese a favore di una *governance multistakeholder,* ufficialmente consacrata nel noto *BRT Statement* sul *Corporate Purpose* del 2019, porterebbe, a maggior ragione, a diffidare dell'efficacia di una simile soluzione.

La circostanza che il documento in questione sia stato approvato solo dai CEO delle grandi *corporation* che vi hanno aderito senza, come pare, nemmeno un passaggio per il *board* e che le *Corporate Governance Guidelines* delle società aderenti non siano intervenute più di tanto sul tema del *corporate purpose*, che resta incentrato sulla massimizzazione dello *shareholder value* (con cenni, in qualche caso, alla tutela degli *stakeholder*, ma sempre in quanto strumentale alla realizzazione degli interessi degli *shareholder*), alimenta, infatti, il sospetto che si tratti di un'iniziativa insincera e strumentale, fondata sull'intento di rafforzare il potere dei *manager* e di proteggerli dal controllo degli investitori (26 s.).

dei doveri degli amministratori della grande impresa azionaria [34].

La previsione di un vero e proprio obbligo, per gli amministratori di società, di considerare gli interessi degli *stakeholder* non finanziari andrebbe precisato e declinato in regole ulteriori che affrontino e risolvano il problema dei termini e dei limiti in cui tale integrazione debba essere effettuata, pena il rischio di sottrarre le decisioni degli amministratori ad una valutazione condotta secondo criteri dotati di razionalità. Allo stesso tempo, andrebbero valutati i modi nei quali realizzare la partecipazione dei rappresentanti degli *stakeholder* non finanziari alle decisioni d'impresa e procedere alla corretta selezione delle categorie interessate, dei loro eventuali diritti e degli strumenti di *enforcement* [35].

Inoltre, al di là dei problemi tecnici legati ad una revisione profonda e capillare del diritto delle società di capitali, che sarebbe necessaria per generare le nuove regole di *governance multistakeholder*, andrebbe verificata innanzitutto la coerenza di queste soluzioni con la funzione economica della grande impresa azionaria. Gravare gli amministratori di società di diritto comune della tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari imporrebbe infatti di riconsiderare il ruolo della società per azioni nel sistema economico e di ridiscutere la sua funzione tipica di collettore di risorse finanziarie presso una pla-

---

[34] Cfr., nella dottrina italiana, i contributi al dibattito contenuto in AA. VV., *Lo* statement *della* Business Roundtable *sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in questa *Rivista*, 2019, 589, ss.

[35] Preoccupazioni analoghe sorgono con riguardo alle proposte di ridefinizione, anche sul piano giuridico formale, dello scopo della società all'insegna di una sua piena e generale liberalizzazione, per consentire ai soci interessati di utilizzare il modello di diritto comune includendovi e contemperando obiettivi diversi, lucrativi e non, senza incorrere nelle limitazioni imposte dai modelli speciali a ciò deputati (società *benefit* ad es.) su cui v. U. TOMBARI, *Poteri e interessi nella grande impresa azionaria,* Milano, Giuffrè, 2019, in particolare 98 ss. In prospettiva analoga v. C. MAYER, *Prosperity,* Oxford, Oxford University Press, 2018.

Anche in questo caso, l'apertura dello scopo sociale a finalità alternative e multiple rispetto al tradizionale scopo lucrativo non può che generare la necessità di intervenire profondamente sulla disciplina dell'organizzazione e del funzionamento dell'ente. Direi anzi che potrebbe risultare quasi pericoloso pensare di sfuggire a regole speciali che sole potrebbero governare la complessità generata da una simile apertura. La stessa disciplina (speciale) della società *benefit* sembra per certi versi ancora incompiuta e carente con riguardo a profili rilevanti e strategici per la gestione della società (si pensi ai criteri cui dovrà essere affidato il bilanciamento dei diversi interessi e al controllo sull'esercizio della discrezionalità degli amministratori, al grado di determinatezza che si potrà richiedere all'indicazione statutaria degli obiettivi di beneficio comune, alle regole destinate a governare l'informazione non finanziaria – e il suo collegamento con l'informazione finanziaria della società –, alla tutela dei soci dissenzienti in caso di "trasformazione" di società di diritto comune in società *benefit*) e non è da escludere che proprio l'incertezza sulla normativa applicabile ad alcuni profili rilevanti dell'organizzazione e della gestione dell'impresa ne abbia in qualche modo scoraggiato una più estesa adozione.

tea di investitori tipicamente interessati a ricavare un profitto dal loro investimento [36].

C'è da dire tuttavia che la prospettiva di riforma avanzata dall'Unione Europea apre anche alla sperimentazione di innovazioni progressive della disciplina che possono assicurare la soluzione almeno di alcuni problemi. È stato osservato che la previsione di spazi istituzionali all'interno dei processi di *governance* delle società da riservare alla consultazione degli *stakeholder* non finanziari potrebbe far emergere in modo formale gli interessi concretamente rilevanti per la stabilità del sistema nel lungo termine favorendo la consapevolezza, anche in capo agli investitori istituzionali, che da tali obiettivi le loro attività finanziarie possano trarre un comune vantaggio. In tal modo le questioni relative alla sostenibilità potrebbero essere meglio percepite dagli investitori come materia non già di competizione, ma di cooperazione, rendendo evidente che ogni comportamento opportunistico che possa, per problemi di azione collettiva, dirottare le preferenze degli investitori istituzionali verso obiettivi di breve periodo potrebbe frustrare un risultato che è realmente nell'interesse di tutti. Allo stesso tempo, l'acquisizione in una sede formale degli interessi e delle visioni degli *stakeholder* non finanziari potrebbe favorire quel processo di mediazione e di contemperamento di una molteplicità di obiettivi che dovrebbe essere affidato agli amministratori nella ricerca del valore di lungo termine [37].

---

[36] Cfr. F. DENOZZA, (nt. 5), 617, che segnala altresì il rischio che queste disposizioni possano alterare la funzionalità di quei meccanismi di mercato funzionali ad assicurare l'efficienza e la correttezza delle attività economiche, come ad es. il diritto *antitrust*. In senso conforme v. anche M. LIBERTINI, (nt. 5), 629.

[37] Così, F. DENOZZA, (nt. 6), per il quale la sede ideale di tale consultazione non può essere che il consiglio di amministrazione della società, in considerazione del ruolo ormai assunto di organo di mediazione tra i diversi interessi dei soggetti interessati alle sorti dell'impresa. Lo stesso studio di approfondimento di EY che accompagna il Documento europeo, del resto, segnala come il coinvolgimento degli *stakeholder* nelle valutazioni effettuate dai gestori dell'impresa si riveli strumento molto efficace proprio nella conoscenza e nella puntualizzazione delle tematiche della sostenibilità in una sede formale e nel rafforzare il monitoraggio sull'effettiva implementazione delle politiche adottate in tal senso dall'impresa, senza, allo stesso tempo, generare particolari costi e rischi sul piano della coerenza del sistema, della efficienza e della proporzionalità. Anche la Proposta di Direttiva su *Corporate due diligence and corporate accountability* del 10 marzo 2021 contempla, all'art. 5, il coinvolgimento dei portatori di interesse (in particolare, dei rappresenti dei lavoratori) nella discussione delle decisioni con cui l'impresa elabora la sua strategia di dovuta diligenza. In questo caso credo, peraltro, che l'esigenza di intervenire con maggior rigore nel sistema di regole e incentivi funzionale ad orientare le imprese verso la considerazione dei temi ESG, comporti la necessità di regolare adeguatamente una simile misura, a cominciare dalla precisazione della nozione di *stakeholder*, che di fatto ha, per ora, matrice essenzialmente sociologica, e dalle modalità della relativa selezione per assicurare una

Il processo di avvicinamento alla realizzazione degli obiettivi che il Documento europeo ha posto all'attenzione degli Stati e degli osservatori potrebbe, pertanto, legittimamente procedere in modo graduale, ricercando un punto di equilibrio che possa assicurare un risultato soddisfacente per i numerosi interessi coinvolti, e, allo stesso tempo, conservare la complessiva coerenza del sistema.

8. *Un nuovo laboratorio.*

In generale, è indubbio che un processo di riforma globale a favore di una *governance multistakeholder* che potrebbe avviarsi su sollecitazione del legislatore europeo risulterà complesso e richiederà un'attenta analisi dell'adeguatezza ed efficacia delle misure adottate, anche per scongiurarne usi impropri o effetti paradossi favoriti dalla pluralità e dalla eterogeneità degli interessi in gioco.

Ciò non di meno, la presa di posizione della Commissione è esplicita nel registrare l'insufficienza delle misure finora adottate per indurre le imprese ad investire nella sostenibilità.

Nel documento della Commissione non viene espressamente smentito il rapporto di strumentalità tra l'impegno sociale dell'impresa e la sua capacità di accrescere il proprio valore nel lungo termine. Tale correlazione viene anzi ribadita richiamando il dato statistico che confermerebbe la migliore *performance* e la maggiore resilienza delle imprese che si sono maggiormente impegnate sui temi sociali e ambientali. Questo profilo perde però la sua centralità, e la tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari viene indicata sia come fattore di protezione dai rischi per la sostenibilità, sia come obiettivo da perseguire in sé.

Non è chiaro se il documento intenda accogliere una concezione "forte" della responsabilità sociale, che possa anche prescindere dal suo collegamento con la creazione di valore nel lungo termine per l'impresa. Su questo aspetto persiste una certa ambiguità che del resto connota, fin dal loro esordio, le teorie sulla sostenibilità, nel loro incerto oscillare tra ragioni etiche e ragioni di utilità.

In ogni caso, se la correlazione causale tra ridotti investimenti in sostenibilità e pressione sui risultati di breve termine è il tema cardine del pronuncia-

reale rappresentanza degli interessi rilevanti. In tal senso è apprezzabile l'impegno della citata Proposta di Direttiva che detta, all'art. 3, n.1, una definizione appropriata e analitica della categoria dei "portatori di interesse".

mento della Commissione, il documento, nel suo complesso, fa emergere la fragilità del sistema di incentivi attivati dalla normativa vigente per indurre le imprese a mettere in atto serie politiche di sostenibilità, fragilità forse nemmeno ascrivibile a cause specifiche, quanto alla debolezza del modello che quel sistema supporta.

Tuttavia non è chiaro se le riforme suggerite si ispireranno ancora alla centralità e all'impiego delle dinamiche di mercato, con interventi del legislatore concepiti come meri correttivi a situazioni di *market failure*, oppure se il sistema vorrà abbandonare questa prospettiva, come, per certi versi, la Proposta di Direttiva su *Corporate due diligence and corporate accountability* del 10 marzo 2021 potrebbe far presupporre.

La scelta dell'uno o dell'altro approccio potrebbe incidere, invero, in modo significativo sulla stessa costruzione della disciplina, con riguardo, ad esempio, ai doveri degli amministratori, alla eventuale concessione di poteri di *voice* a tutti gli *stakeholder*, nonché alle responsabilità formali dell'impresa e dei suoi amministratori nei loro confronti.

In questa situazione, in cui i punti di riferimento valoriali e tecnici del progetto riformatore non sono facili da decifrare, mentre visioni molto diverse della funzione delle regole di *governance* societaria si confrontano nella comune consapevolezza delle difficoltà che potrà incontrare la creazione di presidi adeguati ed efficaci per la protezione degli interessi in gioco, è inevitabile che l'attenzione degli osservatori sia attirata da opzioni di disciplina alternative.

Soprattutto, il riscontro dell'insuccesso di strategie che affidino all'ordine di mercato la ricerca di soluzioni per tutelare i beni comuni conduce ad invocare un approccio diverso, nel quale la protezione di quegli interessi sia realizzata sulla base di una precisa azione politica.

L'attenzione torna quindi sull'alternativa offerta dalla regolazione, attraverso la previsione di limiti esterni all'attività di impresa a tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari, limiti che hanno trovato e troverebbero ancora legittimazione in quei principi di libertà, sicurezza, giustizia e solidarietà sociale consacrati nelle moderne costituzioni e nei trattati internazionali [38]. In partico-

[38] Cfr. R. SACCHI, in AA. VV., *Lo* Statement *della* Business Roundtable, cit., 599 e 608, s.; A. TOFFOLETTO, *Lo stile giuridico neo-liberale e i principi dell'ordinamento,* in AA. VV., *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale?*, (nt. 15), 248 ss., 255 ss. che richiama gli artt. 2 e 3 del Trattato sull'Unione Europea, sottolineando che il rischio di una loro lettura in chiave neoliberista, in cui il concetto di competizione si affermi sull'obiettivo della concorrenza (da intendersi, viceversa, come condizione che possa garantire a tutti libertà e correttezza e un'equa distribuzione delle risorse) può essere scongiurato proprio dai valori di libertà, sicurezza e giustizia

lare, i principi solidaristici dovrebbero supportare un ideale di cooperazione applicato alla protezione dei beni e diritti fondamentali che in quei testi trovano consacrazione, portando altresì a concepire le regole a tutela dei beni comuni in una dimensione transnazionale, abbandonando l'idea della competizione tra ordinamenti e così contrastando gli eventuali comportamenti opportunistici degli operatori e le relative pratiche di *forum shopping*.

Si torna a guardare anche al contributo dell'etica applicata alle attività economiche, sottolineando che il rispetto delle esigenze degli *stakeholder* spesso è perseguito dalle stesse imprese e dal loro *management* in forza di un'adesione disinteressata a principi e valori che sono avvertiti come ineludibili e spontaneamente integrati nei modelli di gestione delle attività economiche svolte dai privati, senza che vi sia sotteso alcun calcolo di utilità [39].

È noto, tuttavia, che anche i migliori propositi, in assenza di presidi che ne assicurino una corretta messa in atto, nascondono notevoli insidie, se si considera che, storicamente, la vaghezza di alcuni principi etici cui le imprese dichiarano di ispirare la loro azione può prestarsi facilmente ad interpretazioni arbitrarie e controintuitive. Nel peggiore dei casi, si presta anche ad usi strumentali, se si considera che l'adesione delle imprese a codici e protocolli etici è risultata troppo spesso motivata dalla sola esigenza di promuovere la propria di immagine, esaurendosi in vuote iniziative di mero *greenwashing* [40].

Sul punto si potrebbe, tuttavia, pensare a soluzioni che possano attivare un

---

consacrati nel secondo comma dell'art. 3 del Trattato, nonché dai valori di inclusione sociale e solidarietà di cui al terzo comma che il modello neoliberale non potrebbe mai perseguire perché ad esso è, per definizione, estranea ogni preoccupazione redistributiva. Critico verso la possibilità di affidare la tutela di beni comuni agli strumenti di *governance* societaria e alla ridefinizione dello scopo della società in chiave *multistakeholder* è anche G. FERRARINI, *An alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity,* in *Riv. soc*., 2020, 27 ss., 37 ss., favorevole, viceversa, ad interventi di regolazione presidiati da rigorose sanzioni anche di natura penale rispetto alle quali le regole di *governance* possono risultare utili, ma solo come soluzioni complementari. Confida peraltro maggiormente sull'impulso che gli investitori istituzionali possono dare all'inclusione dei profili ESG nella gestione delle grandi imprese secondo accordi impliciti che essi instaurano con gli amministratori sui temi della sostenibilità.

[39] G. FERRARINI, (nt. 32), 57 ss. per il quale l'adesione ai principi etici consacrati in importanti documenti internazionali (ad es. il *Global Compact*) non necessariamente è legata ad un calcolo di utilità dell'impresa o del suo *management*, difficile peraltro da effettuare nella prospettiva del lungo termine, ma in base ad una propensione al rispetto *per sé* di standard la cui autorevolezza è unanimemente riconosciuta anche nel mondo degli affari.

[40] Sui rischi che l'elaborazione dei principi etici affidata alle imprese porti a risultati, non solo inefficaci, ma talora paradossalmente discutibili sul piano della morale condivisa e dello stesso diritto, legittimando comportamenti che con l'etica hanno poco a che fare cfr. S. ROSSI, *Luci ed ombre dei codici etici d'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 23 ss., 29 ss.

controllo sui contenuti dei codici etici (ad es. dei Codici dei codici, anche di fonte legale), che verifichino la loro coerenza con le altre regole e incentivi applicati nelle dinamiche aziendali e che impongano all'impresa una corretta specificazione dei principi generali, con una descrizione che scenda nel dettaglio in modo sufficiente per consentirne una concreta ed efficace applicazione e per rendere praticabile il controllo successivo sull'effettivo rispetto delle regole adottate.

Si potrebbe altresì recuperare quella riflessione troppo presto abbandonata dagli interpreti e relativa e all'*enforcement* degli impegni etici e di responsabilità sociale volontariamente assunti dalle imprese che è rimasta finora affidata alle insufficienti misure offerte dal diritto comune (art. 2395 c.c. e norme in materia di pubblicità ingannevole) o a sanzioni amministrative di diritto speciale (v. l'art. 8, d. lgs. n. 245/2016 in tema di informazione non finanziaria e l'art. 1, comma 384, l. n. 208/2015 sulle società *benefit*) che, per essere opportunamente applicate, stante anche il loro carattere afflittivo, presuppongono una formulazione chiara e ben definita degli impegni assunti e delle politiche di responsabilità sociale messe in atto dalle imprese che la legge finora non ha provveduto a sufficienza a reclamare [41].

In generale, l'appello a chiare scelte politiche nella tutela dei beni comuni e al recupero della dimensione dell'etica nel governo dell'azione dell'impresa, al di là della diffidenza ideologica per il pensiero neoliberale e per il suo corredo di regole che affidano il conseguimento dell'efficienza all'attivazione di dinamiche di mercato, credo sottenda un'esigenza forte di concretezza nella ricerca delle misure più adeguate a proteggere i diritti fondamentali degli individui e della collettività.

E in questa prospettiva c'è da aspettarsi, e credo anche da auspicare, una pluralità di interventi che affianchino ad una revisione delle regole di *governance* societaria che solleciti e rafforzi la sensibilità dei gestori delle grandi imprese industriali e finanziarie alle esigenze di tutela degli *stakeholder*, anche misure centrali e pubbliche di controllo e di prevenzione dai rischi cui la collettività può trovarsi esposta che siano guidate da una azione politica consapevole ed efficace [42].

---

[41] Cfr. S. Rossi, (nt. 40), 36 ss.

[42] A tal fine si sollecita altresì che il controllo sul corretto presidio degli interessi degli *stakeholder* non finanziari sia affidato anche a regole cogenti, che assicurino una "*mandatory due diligence*" da parte delle imprese in quei processi in cui gli interessi esterni siano esposti a rischio, sia nell'ambito della propria attività, sia nell'ambito delle catene di fornitura. Cfr. in tal senso lo studio intitolato "*Corporate Social Responsibility (CSR) and its implementation into EU Company Law"*, realizzato nel 2020 dal Policy Department for Citizens' Rights and Con-

L'evoluzione accelerata degli eventi nelle società contemporanee e l'urgenza di rispondere ai bisogni di una società che vive sfide difficili con riguardo al diritto alla salute, alla conservazione dell'ambiente, all'uguaglianza sociale, all'accesso ai beni essenziali, non tollera forse più "cornici di riferimento" troppo astratte, modelli teorici cui affidare la comprensione della realtà e la ricerca delle soluzioni migliori per governare i conflitti che in essa si materializzano e si presentano in forme sempre nuove e inaspettate.

Di fronte alla complessità degli eventi che si presentano nella realtà contemporanea, esse finiscono per rivelarsi delle vuote sovrastrutture, talora incapaci di affrontare i temi urgenti della società. Così, il giurista (ma anche l'economista, il sociologo e il filosofo) deve fare i conti con l'idea di procedere attraverso un metodo sperimentale, come nelle scienze naturali, avanzando per "tentativi ed errori" nell'inseguire le mutazioni continue e le "varianti" (per usare una metafora dolente in tempi di pandemia) che i fenomeni sociali presentano nel loro continuo fluire [43].

In questa prospettiva, un sistema di regole che si affida alle dinamiche di mercato e che deve continuamente adattare il loro funzionamento con correttivi che risolvano i numerosi casi di *market failure*, forse alimentati proprio dalla complessità e mutevolezza dei fenomeni e dei bisogni emergenti, può trasformare il diritto in un insieme cervellotico e instabile di regole che rischia, alla fine, di rendere irriconoscibile anche la sua logica e il suo razionale [44].

Per questi motivi, un'opzione che affidi la soluzione di problemi collettivi alle dinamiche di mercato non pare nemmeno più idonea a risolvere il problema dell'incompletezza delle leggi e della difficoltà del legislatore nel creare regole sempre nuove per governare realtà sempre più complesse, perché il mercato non riesce a svolgere adeguatamente quella funzione vicaria del diritto che gli viene affidata nella misura in cui non riesce a liberare il legislatore dal-

---

stitutional Affairs del Parlamento europeo. Sull'inadeguatezza di una prospettiva che affidi il perseguimento di obiettivi di sostenibilità al mercato e alle strategie degli investitori istituzionali ai quali non può chiedersi ragionevolmente di sostituirsi allo Stato nella protezione dei beni comuni cfr. G. STRAMPELLI, (nt. 5), 68 ss. L'a. segnala pertanto la necessità di misure pubbliche che introducano incentivi adeguati ad orientare in tal senso l'azione degli investitori e che disinneschino il rischio di comportamenti degli investitori che con quegli obiettivi siano contrastanti.

[43] Su questo v. il suggestivo contributo di V. DI CATALDO, *Esiste uno stile giuridico neoliberale? Uno studio per Francesco Denozza*, in questa *Rivista*, 2020, 15 ss.

[44] Sulla proliferazione incessante di norme e sulla loro instabilità, sulla frammentazione e la conseguente ipertrofia delle discipline, come effetto paradossale di uno "stile" di normazione tipico dell'era neoliberale cfr. F. DENOZZA, (nt. 15), 2 ss.

l'impegno di intervenire con frequenza per correggere i suoi fallimenti e i suoi *deficit* di funzionamento [45].

Credo inoltre, come la storia e l'evoluzione del movimento della *Corporate Social Responsibility* ci suggeriscono, che le regole e le tecniche per assicurare la tutela dei beni comuni debbano comunque rispondere alla domanda che promana dalla società civile, alle istanze dei portatori di quegli interessi e alla sensibilità che su quei temi la società ha sviluppato e intende in quel momento affermare.

La centralità delle regole di mercato, frutto del pensiero neoliberale espresso in teorie economiche e applicazioni giuridiche, di fatto, è anche il portato di un orientamento culturale, e, per certi versi, perfino antropologico.

Si è detto, infatti, che il neoliberalismo nasce come teoria economica in risposta alla crisi dello stato sociale degli anni '70 e '80, ma, verosimilmente, si afferma nella pratica politica degli stati contemporanei anche per la mancanza di modelli alternativi generali dotati di consistenza e concretezza adeguate per farli sfociare in vere e proprie controproposte di governo della società e dell'economia.

E le sue applicazioni pratiche si sono diffuse molto facilmente nella cultura della società contemporanea, senza incontrare particolare resistenza, perché alimentate da una spontanea tendenza dei comportamenti sociali delle società ipermoderne a coltivare l'individualismo, la competizione e il consumismo [46].

Se questo è vero, c'è da aspettarsi che il suo superamento avverrà di pari passo con il rinnovamento dell'azione politica a livello globale e, in ultima analisi, con un processo di elaborazione nella società civile di una nuova sensibilità sul tema degli interessi comuni.

Questa evoluzione sembra tuttavia già in atto. Vero è che le tendenze attuali rivelano orientamenti contrastanti. Da un lato, i movimenti sovranisti, antieuropeisti e xenofobi, che esprimono la protesta sociale legata alla crescita

---

[45] Il fenomeno della produzione incessante di norme e della loro tendenziale instabilità nel governare realtà complesse pare un dato da ascriversi anche a difetti della "cultura" giuridica che è necessaria per supportare adeguatamente la creazione di nuove regole. Un impegno nel migliorare questi processi non può essere escluso *a priori* e non si può smettere di ricercare soluzioni in grado di assicurare qualità ed efficacia di metodi e risultati, accettando di procedere anche per tentativi ed errori come portato inevitabile di ogni attività umana quale è quella dello stesso legislatore (sul punto cfr. V. Di Cataldo, *A che cosa serve il diritto*, Bologna, Il Mulino, 2017, 104 ss.).

[46] Cfr. M. De Carolis, *Il rovescio della libertà*, Macerata, Quodlibet, 2017, 151 ss. per il quale «nessun modello teorico può essere applicato con qualche successo a un campo fenomenico se è del tutto in antitesi con la realtà dei fatti. E nessuna immagine del mondo può essere imposta con la forza, a lungo andare, se non ha un qualche appiglio nel mondo vero e proprio».

della povertà e dell'insicurezza sociale, alla perdita delle opportunità di lavoro e del potere d'acquisto dei salari, sembrano ancora veicolare rivendicazioni individualistiche, poco sensibili a ideali di giustizia sociale e di solidarietà umana, dall'altro gli attuali movimenti ecologisti esprimono un'istanza più radicale di revisione globale del sistema di gestione delle risorse del pianeta e propongono un modello di società e di economia basato su nuovi valori e nuovi progetti.

Il dramma della pandemia ha tuttavia profondamente modificato le condizioni di vita dell'umanità intera, accentuando le diseguaglianze sociali e mettendo a rischio i diritti fondamentali di tutti gli individui, tra cui il diritto alla salute a ad un reddito capace di assicurare una vita dignitosa. Allo stesso tempo ha scosso profondamente e per certi versi unito le coscienze a livello mondiale [47].

Il rischio sistemico si è materializzato qui, davanti ai nostri occhi, ed è di un'attualità e di una rilevanza senza pari, grava su un sistema sanitario indebolito dalla sua rimodulazione secondo logiche aziendali e da scelte miopi e tardive nella predisposizione di presidi adeguati a fronteggiare le esigenze di prevenzione e cura di una patologia grave e diffusa.

L'unica speranza di salvezza data dai vaccini è affidata alle strategie delle grandi case farmaceutiche che ne decidono la distribuzione e, talora, il razionamento, verosimilmente secondo logiche di mercato, rispondendo a oscuri vincoli contrattuali a quanto pare assai poco cogenti, con ciò diventando arbitri non solo delle *chance* di salute e sopravvivenza delle popolazioni di interi paesi, ma anche del destino delle rispettive economie.

Questi accadimenti recenti segnalano che la società ha sempre più spesso bisogno di risposte chiare e immediate, di iniziative che possano colmare i ritardi nella conoscenza e nella previsione e gestione dei rischi reali e di un'azione politica forte e consapevole a tutela dei beni comuni.

Susanna Tamaro, a proposito del fenomeno di Greta Thunberg, ha sottolineato un profilo in questo senso importante. Ha affermato, infatti, che Greta, complice la sua giovane età e, soprattutto, la sindrome di Asperger che la affligge, non riesce nemmeno a percepire la complessità della lingua che gli umani parlano, ma sa capire linguaggi che umani non sono, come quello della

[47] Sulla capacità della pandemia di rendere urgenti e più incisivi gli interventi a tutela degli interessi degli *stakeholder* non finanziari, in particolare dei dipendenti salariati dell'impresa, disponendo regole immediate che impongano di adeguare i salari alle reali necessità di vita delle famiglie, investimenti nelle risorse umane e processi di verifica e informazione sulle politiche aziendali di carattere sociale cfr. L. STRINE jr., *Toward Fair and Sustainable Capitalism,* 2020, in http://www.ssrn.com.

natura e del pianeta e sa rivendicarne la protezione e la conservazione con un'assolutezza senza sconti, con una radicalità naturale, di cui forse nemmeno lei è consapevole [48].

Il fatto che proprio questa caratteristica possa essere la chiave del suo carisma e della sua capacità di mobilitare migliaia di giovani di tutto il mondo a formulare semplici e dirette domande ai governi e di trovare ascolto presso le maggiori istituzioni mondiali forse è il segnale dell'elemento di novità che è introdotto nella discussione di questi temi da questa nuova sensibilità espressa dalle giovani generazioni e dalla modalità con cui esse propongono le proprie rivendicazioni, sulla quale, forse, potranno essere costruite le risposte ai problemi che in questo saggio sono stati affrontati.

[48] S. TAMARO, *«Racconto Greta Thunberg, lei vede ciò che altri non vedono»*, in *Corriere della Sera*, inserto *Sette*, 4 ottobre 2019.

La profilatura finanziaria algoritmica
The algorithmic financial profiling

Michele de Mari [*]

ABSTRACT:

Il saggio affronta il tema della profilatura algoritmica dell'investitore ai fini MiFID con tecniche *Big data analytics*. Muovendo dal presupposto che oggi è ormai possibile automatizzare le diverse fasi del processo di investimento (dall'attribuzione del profilo di rischio all'investitore, alla valutazione di appropriatezza ed adeguatezza, all'*output* del servizio di investimento), ci si chiede se sia legittimo (e tecnicamente possibile) raccogliere, analizzare ed elaborare informazioni e dati personali disseminati nel *web* dall'investitore allo scopo di ricavarne, senza o con parziale interazione umana, le sue caratteristiche finanziarie per le finalità richieste dalla normativa sui servizi di investimento. In una prospettiva che non nasconde i dubbi ed i profili di criticità di una tale operazione, tesa al graduale superamento del modello 'dialogico' alla base del tradizionale questionario di profilatura, viene messo in luce come ciò potrebbe costituire un reale cambio di paradigma nella relazione cliente-intermediario che oggi, come si sa, si espone a rischi di opportunismo e alla discrezionalità degli intermediari, nonché ad autovalutazioni dei clienti non sempre idonee a restituire un profilo veritiero ed oggettivo dell'investitore e dello stesso processo di profilatura. L'automatizzazione anche di una tale fase consentirebbe inoltre di poter fruire di un processo di investimento finanziario interamente *algoritmizzato*. Lo scritto si sofferma altresì sulla disciplina applicabile alla fattispecie esaminata (tanto per i profili MiFID che per quelli di *Data protection*) e sulle problematiche ad essa connesse, opinando, tra l'altro, che il principio di 'neutralità tecnologica' sia da considerarsi qui (come altrove) più come una base di partenza da cui muovere che come un limite oltre il quale non è consentito spingersi.

Parole chiave: profilatura finanziaria automatizzata – *Big data analytics* – algoritmo – dati inferiti – protezione dati personali

The paper discusses the issue of algorithmic profiling of investors for MiFID purposes using Big data analytics techniques. Starting from the assumption that nowadays it is possible to automate the different phases of the investment process (from the attribution of the

[*] Professore associato di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Verona; e-mail: michele.demari@univr.it. Il presente saggio rientra nell'attività di ricerca svolta dall'autore nell'ambito del progetto di eccellenza "*Diritto, Cambiamenti e Tecnologia*" del Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università di Verona (Gruppo di ricerca "*F.I.L.M. 4.0. – Finanza, Imprese, Lavori e Mercato 4.0*").

risk profile to the investor, to the evaluation of appropriateness and suitability, to the output of the investment service), we wonder whether it is legitimate (and technically possible) to collect, analyze and process information and personal data disseminated on the web by the investor in order to derive, without or with partial human interaction, his financial characteristics for the purposes required by the legislation on investment services. In a perspective that does not hide the doubts and critical profiles of such an operation, aimed at the gradual overcoming of the 'dialogical' model at the base of the traditional profiling survey, it is highlighted how this could constitute a real paradigm shift in the client-intermediary relationship which today, as we know, is exposed to risks of opportunism and to the discretion of intermediaries, as well as to self-assessments of clients not always suitable to return a true and objective profile of the investor and of the profiling process itself. The automation of these phases would also make it possible to benefit from an entirely algorithmic financial investment process. The paper also focuses on the discipline applicable to the case examined (both for the MiFID profiles and for those of Data protection) and on the problems connected to it, arguing, among other things, that the principle of 'technological neutrality' is to be considered here (as elsewhere) more as a starting point from which to move than as a limit beyond which it is not allowed to go.

***Keywords**: automated financial profiling – Big data analytics – algorithm – inferred data – personal data protection*

SOMMARIO:

1. La profilatura finanziaria come fase qualificante ed essenziale del processo di investimento. – 2. Le tecniche algoritmiche e *Big data* applicate alla profilatura finanziaria. – 3. La legittimità della profilatura finanziaria algoritmica nell'ottica MiFID. – 4. (*Segue*): dal metodo dialogico a quello algoritmico. – 5. Profili di *Data protection*. – 6. Tutela dell'investitore: presidi informativi ed organizzativi.

1. *La profilatura finanziaria come fase qualificante ed essenziale del processo di investimento.*

È sin troppo noto come il cosiddetto processo di investimento intercorrente tra investitore ed intermediario si articoli, pur nella sua unitarietà, in diverse fasi e come ciascuna di queste sia rigorosamente presidiata dalla normativa di settore in materia di servizi di investimento a tutela dell'investitore.

L'argomento è troppo ampio per poter essere qui ripercorso, nel suo complesso, con l'attenzione di dettaglio che meriterebbe ed una sua trattazione completa non rientra, del resto, negli obiettivi del presente scritto che vuole invece soffermarsi essenzialmente sulla profilatura finanziaria dell'investitore effettuata con tecniche algoritmiche.

Sul piano generale e per rapidi richiami ai diversi momenti di cui consta il

processo di investimento, può tuttavia essere qui sufficiente ricordare che l'intermediario non si può limitare a *conoscere* e a *mappare* i prodotti che distribuisce (*know your merchandise*) e a fornire ai propri clienti informazioni appropriate affinché possano prendere decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa, ma deve, prima o contestualmente alla conclusione del contratto di investimento, acquisire le informazioni dal cliente relative al suo profilo finanziario e segnatamente: *i*) alla conoscenza e all'esperienza in materia di investimenti (dati sui tipi di servizi, sulle operazioni e gli strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza, sulla natura, sul volume e sulla frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate, sul livello di istruzione e sulla professione attuale o precedente del cliente) (art. 25, terzo comma, direttiva 2014/65 UE del 15 maggio 2014, di seguito MiFID2, art. 55 Reg. delegato 2017/565 UE, di seguito Rd MiFID2; art. 42, primo comma, Reg. Consob 15 febbraio 2018, n. 20307 in materia di intermediari, di seguito RI); *ii*) alla situazione finanziaria (dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare, sulle attività, comprese le attività liquide, sugli investimenti ed i beni immobili e sugli impegni finanziari regolari), inclusa la capacità di sostenere perdite (art. 54, quarto comma, Rd MiFID2); *iii*) agli obiettivi di investimento (dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio e le finalità dell'investimento), inclusa la propensione/tolleranza al rischio (art. 54, quinto comma, Rd MiFID2).

L'investitore, da parte sua, ha l'onere di fornire all'intermediario le suindicate informazioni affinché quest'ultimo possa formulare la valutazione di 'appropriatezza' o di 'adeguatezza' dell'investimento. Più precisamente, l'intermediario deve verificare la coerenza (*i.e.*: l'adeguatezza) dell'investimento con tutti i parametri indicati *sub i*), *ii*) e *iii*) (quando presta i servizi di consulenza e di gestione di portafogli) e la congruenza (*i.e.*: l'appropriatezza) dell'investimento con il solo parametro *sub i*) (quando presta i servizi di investimento diversi dai due testé menzionati) [1].

[1] Al potere-dovere dell'intermediario di ottenere le informazioni necessarie corrisponde quindi l'onere dell'investitore di rilasciarle al fine di realizzare un proprio interesse, nella specie quello di ricevere una raccomandazione adeguata o di effettuare un investimento adeguato rispetto al proprio profilo finanziario. Se l'intermediario non ottiene tali informazioni non può, quando presta la consulenza in materia di investimenti o la gestione di portafogli, raccomandare i servizi di investimento o gli strumenti finanziari (artt. 54, ottavo comma, Rd MiFID2, 25, secondo comma, MiFID2, e 40, secondo comma, RI). Quando invece sono prestati servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli, ove il cliente scelga di non fornire informazioni o qualora tali informazioni non siano sufficienti, l'intermediario non ha parimenti l'obbligo di astenersi dal prestare il servizio di investimento, ma è solo obbligato ad informare il cliente che tale rifiuto gli impedirà di effettuare la valutazione di appropriatezza (art. 42, primo

Nei suoi termini essenziali la c.d. *profilatura* o del cliente, attraverso la quale si dà concreta attuazione al canone della *know your customer rule* (art. 21, primo comma, lett. b), del d. lgs. n. 58/1998, di seguito T.U.F.; art. 54, settimo comma, Rd MiFID2), consiste in un processo dinamico mediante il quale l'intermediario raccoglie le predette informazioni sul singolo investitore per comprendere e valutare le sue caratteristiche finanziarie e la sua capacità economica ed emotiva di assumere rischi, al fine di definire il c.d. profilo di rischio o di investimento. Tale fase costituisce necessario presupposto per l'applicazione delle regole di appropriatezza e di adeguatezza [2].

La profilatura qui oggetto di indagine è normalmente preceduta dalla classificazione degli investitori tra *clienti al dettaglio*, *clienti professionali* e *controparti qualificate* (c.d. "pre-qualificazione del cliente" o "profilatura preliminare"), operata in base ai criteri di cui all'allegato II della MiFID2, recepiti nell'allegato III del RI. Si può affermare che l'inquadramento del cliente in una delle tre categorie deriva dal possesso dei requisiti indicati dalla normativa, salva la possibilità di modificare la categoria di appartenenza, e non richiede la raccolta di dati ed informazioni sul cliente tipica della profilatura [3].

---

e terzo comma, RI); ove invece lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente, l'intermediario ha l'obbligo di avvertirlo. Né vi è bisogno di segnalare come un simile impianto concettuale abbia già da tempo (prima ancora delle scelte operate dalla direttiva 2004/39/CE "MiFID1") messo in forte discussione il paradigma fondato sulla sola trasparenza a beneficio di meccanismi di tutela, di impronta paternalistica, basati sul rapporto essenzialmente fiduciario tra cliente e intermediario, sul punto cfr., per tutti, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento: dalla trasparenza alla fiducia*, in *Il Testo Unico della Finanza (un bilancio dopo 15 anni)*, a cura di F. Annunziata, Milano, Egea, 2015, 281 s. e N. MOLONEY, *Large-scale reform of investor protection regulation: the European Union experience*, in *Macquarie Journal of Business Law*, 2007, 4, 147-195.

[2] Interessa sottolineare che la *profilatura* dell'investitore viene considerata in questa sede quale fase autonoma e distinta rispetto alle valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza non perché non sia strettamente funzionale a queste ultime, rispetto alle quali costituisce, anzi, un presupposto necessario, ma per meglio chiarire ed isolare i contorni della fattispecie in esame. L'Esma non esplicita nettamente questa distinzione e contempla la profilatura nella c.d. 'valutazione di adeguatezza', là dove definisce quest'ultima come «l'intero processo di raccolta delle informazioni relative a un cliente e la successiva valutazione da parte dell'impresa sull'idoneità di un determinato prodotto d'investimento per detto cliente, in base anche alla solida conoscenza, da parte dell'impresa, dei prodotti che può raccomandare o nei quali può investire per conto del cliente» (Linee Guida Esma su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II del 6 novembre 2018 –35-43-1163IT – 4, di seguito "*Linee Guida Esma adeguatezza*").

[3] Può essere utile ricordare che mentre l'inserimento in un *cluster* di clientela è funzionale ad attribuire un determinato livello normativo di protezione, la profilatura è invece, come detto, funzionale alla definizione di un profilo di rischio più granulare ed alla valutazione di appropriatezza e di adeguatezza dell'investitore.

Svolta la profilatura ed effettuate successivamente le valutazioni di adeguatezza o di appropriatezza, l'impresa di investimento può procedere alla prestazione dei relativi servizi di investimento [4].

Si potrebbe anche osservare incidentalmente – ma non è questo il punto sul quale si vuole focalizzare l'attenzione in questo scritto – che la tutela dell'investitore è oggi anticipata, anche al fine di prevenire fenomeni di *mis-selling*, al momento della stessa concezione e sviluppo del prodotto finanziario, non essendo la tutela più solo focalizzata *ex post* sul momento della distribuzione finale all'investitore ma riguardando l'intero ciclo di vita del prodotto finanziario. Il riferimento è naturalmente alla regola di *product governance ex* art. 21, secondo-*bis* e secondo-*ter* comma, T.U.F. ed al rilievo che la normativa impone alle imprese di investimento (produttrici e distributrici) di identificare *ex ante* i gruppi di clienti di riferimento, a un livello sufficientemente granulare, in base a dei parametri predefiniti, per le cui esigenze, caratteristiche ed obiettivi lo strumento finanziario è o non è compatibile [5]. Ma mentre il produt-

[4] Il culmine massimo di questo processo può individuarsi, come si accennava, nella c.d. *inadeguatezza bloccante* che dà luogo, a massima protezione dell'investitore, ad un vero e proprio divieto per l'intermediario di raccomandare o di decidere di negoziare quando i servizi o gli strumenti siano inadeguati per il cliente. Si tratta di quella regola di impronta paternalistica, non tipica ed esclusiva del nostro ordinamento, per cui l'intermediario, quando presta un servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio, si deve astenere dal raccomandare o dal negoziare se il servizio o lo strumento finanziario non è adeguato per il cliente (artt. 54, decimo comma, Rd MiFID2, 40, secondo comma, RI). Il divieto di effettuare l'operazione d'investimento 'a valle' della consulenza inadeguata, per quanto dubbio, non sussisterebbe invece, ad avviso dell'Esma, quando il cliente, informato che la linea d'azione che intende intraprendere non è per lui adatta, insiste 'spontaneamente' nel voler procedere di propria iniziativa, contro il parere del consulente. Tuttavia, in casi particolari (*placement* di propri strumenti finanziari o utilizzo strumentale dell'iniziativa cliente), nei quali l'intermediario corre il rischio di agire in conformità dei propri interessi piuttosto che nel migliore interesse dei clienti, gli intermediari possono decidere di non consentire al cliente di procedere all'operazione di investimento. E ciò quando – conviene sottolinearlo – l'investimento è effettuato nell'ambito di servizi di investimento esecutivi in relazione a strumenti finanziari non adatti all'investitore, cfr. Esma, *Q&A on MiFID II and MiFIR investor protection and interediaries topics* del 6 novembre 2020 [35-43-349], (Q&A n. 6), 38.

[5] Il punto è ben noto e trova ampio riscontro nella normativa europea di riferimento (artt. 16, terzo comma, e 24, secondo comma, direttiva MiFID2; art. 10, direttiva Delegata UE MiFID2 2017/593 del 7 aprile 2016) e nella Linee Guida Esma *sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID2* del 5 febbraio 2018 (35-43-620 IT), di seguito "Linee Guida Esma *product governance*". In dottrina cfr. V. COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?,* disponibile in https://ssrn.com/abstract=3455413; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, 7; sia consentito rinviare per ulteriori riferimenti al mio Product governance *e* product inter-

tore è tenuto «a precisare il mercato di riferimento in base alle proprie conoscenze teoriche e senza una conoscenza specifica dei singoli clienti», non avendo un contatto diretto con la clientela, non è invece priva di rilievo, ai fini dell'indagine che qui si intende condurre, la circostanza che il distributore, già 'a monte', debba effettuare un'analisi, una profilatura, appunto, più approfondita della propria clientela (ancorché per 'gruppi di clientela'), utilizzando, come vedremo, «qualsiasi informazione e dato ritenuto ragionevolmente utile e disponibile e che possa essere raccolto tramite fonti diverse [anche] dalla fornitura di servizi accessori o di investimento» [6].

Ma tornando alla *product distribution*, ossia al processo d'investimento che interessa 'a valle' la relazione tra il singolo investitore e l'intermediario consulente/distributore, è significativo sottolineare che le informazioni che quest'ultimo deve raccogliere sono funzionali alla costruzione del profilo finanziario del cliente; senza di queste, come detto, non si può procedere alla successiva valutazione di adeguatezza o di appropriatezza di un determinato strumento finanziario per uno specifico cliente [7].

Diviene così agevole rimarcare che il processo di investimento è una fattispecie unitaria e dinamica che consta di una serie di fasi autonome, ancorché tra loro strutturalmente e funzionalmente collegate, che vanno appunto dalla conoscenza in capo all'intermediario dei prodotti offerti e consigliati, all'acquisizione e alla fornitura di informazioni dal e al cliente, al *test* di appropriatezza e di adeguatezza, sino alla prestazione vera e propria del servizio di investimento. Ognuna di queste fasi richiede un esatto e corretto adempimento; eventuali lacune o violazioni degli obblighi di profilatura inficiano il rapporto e lo stesso contratto di investimento che si genera ed implicano una responsabilità amministrativa e civile dell'intermediario.

Fuori dubbio ad avviso di chi scrive è che la profilatura sia una fase essenziale, qualificante ed obbligatoria di raccolta e valutazione di tutte le informazioni necessarie per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti che

---

vention *nella MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari ?*, in *Riv. dir. impresa*, 2015, 671.

[6] Linee Guida Esma *product governance*, (nt. 5), orientamenti nn. 36 e 37.

[7] L'intermediario, come si sa, non è invece tenuto ad ottenere alcuna informazione dal cliente (né ad effettuare alcuna valutazione di appropriatezza) nell'ulteriore ipotesi c.d. di *execution only*, quando cioè, nella prestazione dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, sussistono le seguenti condizioni: a) l'operazione ha ad oggetto strumenti finanziari non complessi come definiti dall'art. 43, primo comma, lett. a), RI; b) il servizio prestato è "ad iniziativa cliente"; c) il cliente deve essere chiaramente informato che in questo caso non c'è obbligo di valutare l'appropriatezza.

l'intermediario deve gestire con la massima attenzione e diligenza al fine di assegnare al cliente uno specifico profilo di rischio o di investimento.

Non è il caso, naturalmente, di soffermarsi qui analiticamente sulla struttura dei modelli che sono oggi alla base della profilatura finanziaria.

Pur nei limiti degli specifici argomenti sopra richiamati, sui quali l'intermediario deve ottenere le 'informazioni necessarie' dal cliente, la portata e la quantità della gamma di informazioni può variare e deve tener conto delle caratteristiche del servizio di investimento offerto, del tipo e delle caratteristiche dei prodotti di investimento da considerare e delle caratteristiche dei clienti. Nel fornire, ad esempio, accesso agli strumenti finanziari complessi, rischiosi o illiquidi gli intermediari devono valutare attentamente la necessità di raccogliere informazioni più approfondite sul cliente rispetto alle informazioni che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi, rischiosi o liquidi [8]. Le informazioni da raccogliere, come si diceva, sono altresì strettamente legate alle esigenze e alle caratteristiche del cliente. Se, ad esempio, gli obiettivi di investimento sono multipli e a lungo termine, le informazioni da raccogliere saranno più dettagliate rispetto ad un investimento singolo e a breve termine. Se il cliente e anziano e più vulnerabile le informazioni dovranno essere più approfondite [9]. Per altro verso, ma proprio in ragione di ciò, l'impostazione e la struttura del questionario, lasciate all'autonomia dell'intermediario, possono essere varie: circolano nella pratica questionari unici a struttura fissa oppure modulabili in funzione delle informazioni da raccogliere ovvero questionari differenziati proprio in relazione alle singole specificità di volta in volta considerate o delle tipologie di servizi prestati [10].

E credo si possa anche convenire – sul punto si tornerà più avanti – che a fondamento dell'attuale profilatura vi sia un *metodo dialogico* che incalza l'investitore anche con domande ed esempi su nozioni finanziarie tecniche, contenute in questionari a risposta multipla chiusa e predefinita, a tendina o con caselle di spunta, al fine di spingere l'interlocutore, non senza l'inconsapevole accettazione di lacune e pregiudizi cognitivi, a chiarire con se stesso il significato dei concetti usati e, nel contempo, a fornire le informazioni richieste.

Ciò senza escludere, ovviamente, che gli intermediari già oggi possono pre-

---

[8] Si tratta del noto principio di *proporzionalità*, secondo il quale le imprese di investimento possono raccogliere una quantità di informazioni proporzionata ai prodotti e ai servizi offerti senza poter ridurre il livello di protezione dovuto ai clienti (cfr. Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 35 ss.).

[9] Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamenti nn. 40 e 42.

[10] Per delle indicazioni cfr. Linee Guida Abi per l'applicazione degli Orientamenti Esma in materia di adeguatezza, 2013, 13 ss.

scindere da questo metodo e dalla conseguente formulazione di domande, utilizzando e valorizzando le informazioni o i dati oggettivi (ad esempio, età, professione, impegni finanziari, patrimonio investito, flussi cedolari, ecc.) già presso di loro disponibili in ragione della relazione in essere con i clienti.

Ciò appare sufficiente per mettere in evidenza come le attuali profilature tendano, invero un po' contraddittoriamente, da un lato, a privilegiare, almeno apparentemente, la ricostruzione personalizzata del profilo dell'investitore a scapito di modellature standardizzate, ma, dall'altro, invece, utilizzino tecniche basate su domande a risposta chiusa che sono di natura conclusiva e proprio per questo pensate per creare dati facilmente quantificabili e statisticamente rilevanti a scapito della raccolta di dati ed informazioni di natura qualitativa, più adatti a generare *input* e profili davvero personalizzati degli investitori in ambiti, come quello finanziario, in cui gli investitori non hanno particolare familiarità.

Pure è significativo che le informazioni ottenute dagli investitori debbano essere *accurate, aggiornate* e *complete*, onde evitare che la profilatura sia utilizzata in modo disinvolto per non dire opportunistico, non veritiero o contraddittorio, al fine di far effettuare agli investitori determinati investimenti, coincidenti con le aspettative e gli interessi degli intermediari stessi o delle società prodotto per conto delle quali operano. Ed è proprio per evitare questi fenomeni distorsivi che nel tempo sono state bandite le ri-profilature che invertono l'ordine logico dei fattori, rendendo il profilo finanziario del cliente una variabile dipendente dalla necessità di allocare lo strumento finanziario che si ha l'interesse di far sottoscrivere o raccomandare agli investitori [11]. Pur accadendo, tuttavia, nella prassi che ri-profilature obiettivamente opportunistiche siano talora presentate come aggiornamento delle informazioni sui clienti, nonostante le cautele operative suggerite in proposito anche dalle associazioni di categoria degli intermediari [12]. Qui non va confusa la corretta ed auspicabile esigenza di

[11] La dimostrazione di ciò è in numerosissimi precedenti della Consob e dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF), nei quali ultimi l'intermediario viene condannato al risarcimento del danno per violazione delle regole poste a presidio degli obblighi informativi alla base della profilatura. Per dei casi di ri-profilature opportunistiche, cfr., tra le tante, Delibera Consob 17 luglio 2013, n. 18615 (confermata sul punto da App. Torino, 9 gennaio 2014), reperibile all'indirizzo Internet: www.consob.it; Decisione ACF, 6 ottobre 2017 n. 71, reperibile all'indirizzo Internet: www.acf.consob.it (per altri riferimenti v. *infra* nt. 16). Il rischio è stigmatizzato anche dall'Esma quando dice che «rischi potenziali potrebbero sorgere, ad esempio, quando i clienti (dietro loro iniziativa o se incoraggiati dal personale di contatto con il pubblico) modificano le loro risposte per accedere a strumenti finanziari che potrebbero non essere adatti a loro» (Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 45).

[12] Cfr. Linee Guida Abi per l'applicazione degli Orientamenti Esma in materia di adeguatezza, 2013, 16 ss.

aggiornare i profili di rischio obsoleti della clientela con l'uso strumentale delle ri-profilature.

Il punto è stato acquisito non solo dall'Esma già nel 2012 [13], secondo cui la frequenza dell'aggiornamento varia in funzione della natura e del profilo del cliente, ma definitivamente recepito nel quadro MiFID2, dove è detto chiaramente che «le imprese che intrattengono un rapporto continuativo con il cliente, per esempio fornendo un servizio continuativo di consulenza o di gestione di portafoglio, dispongono di appropriate politiche e procedure, dimostrabili, per mantenere informazioni adeguate e aggiornate (…)» (art. 54, settimo comma, ult. alinea, Rd MiFID2).

Se la profilatura deve essere effettuata dall'intermediario basandosi, come si diceva, sull'affidabilità, sulla completezza e sulla coerenza delle informazioni rese dai clienti, appare logico che siano state anche inibite le c.d. autovalutazioni dell'investitore sul proprio profilo finanziario, ossia tutte quelle dichiarazioni o risposte fornite dall'investitore in cui è egli stesso a valutare la sua conoscenza finanziaria o la sua propensione al rischio [14].

Il terreno della profilatura finanziaria è, del resto, uno dei più accidentati del contenzioso del cosiddetto risparmio tradito. La profilatura, basandosi su dichiarazioni rilasciate dal cliente, è per sua stessa natura valida sino a prova contraria [15]. È alquanto frequente però che l'investitore metta in discussione la profilatura effettuata secondo le tecniche tradizionali della raccolta dati attraverso questionari o interviste, sostenendo che non può essere ritenuto attendibile il profilo che ne emerge, in quelle ipotesi in cui riscontri un contrasto tra quanto contenuto nel questionario e taluni elementi obiettivi riguardanti il medesimo cliente, noti all'intermediario o che comunque quest'ultimo avrebbe potuto e dovuto conoscere [16]. Se, cioè, l'investitore, come si è detto, riesce a dimo-

[13] Cfr. già Linee Guida Esma del 25 giugno 2012 in materia di adeguatezza, orientamento generale n. 6.

[14] Ad esempio, sono senz'altro autovalutative domande del seguente tenore: «È a conoscenza che gli strumenti finanziari proposti si caratterizzano per la natura degli investimenti sottostanti e presentano diversi profili di rischio con la possibilità di incorrere in una potenziale perdita del capitale investito?».

[15] Decisione ACF 24 aprile 2020, n. 400, reperibile all'indirizzo Internet: www.acf.consob.it.

[16] Cfr. Decisioni ACF 13 aprile 2018, n. 380, 13 luglio 2018, n. 630, 29 gennaio 2020, n. 2185, tutte reperibili all'indirizzo Internet: www.acf.consob.it. Nella specie si pensi all'esempio dell'investitore disoccupato con licenza elementare abituato ad investire in titoli con modestissimo rischio di perdita, profilato invece dall'intermediario come soggetto con buone conoscenze finanziarie ed elevata esperienza e reddito idoneo a garantire una significativa capacità di risparmio. In questi casi la profilatura risulta non veritiera o contraddittoria rispetto all'effet-

strare che le sue dichiarazioni contrastano con elementi oggettivi della sua posizione e non sono quindi attendibili, pone nel nulla la stessa profilatura, provando così la violazione degli obblighi di diligenza ed informativi che gravano sull'intermediario.

Razionale pertanto appare l'impostazione del legislatore comunitario e dell'Esma che circonda di presidi questa fase che costituisce, a ben riflettere, la prima delle tutele offerte all'investitore e perciò richiede agli intermediari di rendere consapevoli gli stessi investitori dell'importanza di questo passaggio [17].

2. *Le tecniche algoritmiche e* Big data *applicate alla profilatura finanziaria.*

Se si tiene conto di questa dinamica generale, ci si può probabilmente anche convincere che un corretto processo di profilatura non può non contemplare anche una serie di misure organizzative che incoraggino gli intermediari non solo a separare le strutture preposte alla vendita da quelle specificamente addette alla profilatura, onde evitare vendite in violazione dei principi di correttezza e diligenza (*mis-selling*) [18], ma anche, per quanto qui più interessa, ad utilizzare strumenti e tecniche automatizzate (ossia strumenti tecnologici vari, quali, ad esempio, macchinari, *software*, algoritmi, tecniche *Big data*, ecc.) per la raccolta e l'elaborazione su base tecnologica di informazioni e dati della clientela che dovrebbero consentire non solo una profilatura più accurata e personalizzata, ma anche meno influenzabile da pregiudizi cognitivi dello stesso investitore (*i.e.*: sopravvalutazione delle proprie competenze, sovraccarico o distorsione cognitiva), nonché, dal lato dell'impresa di investimento, di acquisire maggiore efficienza e vantaggio competitivo.

La diffusa disponibilità in Internet di dati o di *input* traducibili in informazioni personali, ossia riferibili ad una persona fisica identificata o identificabile, unita alla capacità di analisi e di correlazione algoritmica di tali dati, all'intelligenza artificiale ed al progresso tecnologico rendono oggi pensabile la creazione di profili finanziari della clientela in grado di sostituire o almeno di

tivo profilo del cliente e di conseguenza non viene considerata attendibile minando così tutto il processo di investimento che su quella profilatura si è basato.

[17] Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 15-16.

[18] Obiettivo non facile da realizzare operativamente, soprattutto in quei modelli di distribuzione organizzati attraverso reti di consulenti finanziari attivi fuori sede, i quali, per ovvie ragioni legate appunto alla loro operatività fuori sede, profilano il cliente e contestualmente prestano il servizio di investimento per conto dell'intermediario preponente.

integrare i dati e le informazioni fornite direttamente dall'interessato attraverso le risposte al tradizionale questionario di profilatura.

Ci si vuole qui riferire alla possibilità, per effettuare una profilatura finanziaria più oggettiva ed appropriata, di utilizzare le tecniche di raccolta, elaborazione ed interpretazione dei cc.dd. *Big data* in relazione, per quanto qui più interessa, ai dati di natura personale disseminati dai singoli investitori in Internet [19].

In questa prospettiva giova chiarire sin d'ora che quando si parla di *Big data* e, segnatamente, di *Big data analytics* si intende fare riferimento non tanto e non solo ad un grande insieme di dati quanto a *tecniche di analisi* eseguite su enormi quantità di dati (volume), caratterizzati da formati assai differenti (varietà), immagazzinati ed elaborati a un ritmo (velocità) sempre più rapido (spesso in tempo reale) [20]. Ciò che rileva, in questa sede, quando si evocano i *Big*

[19] Ricorderei, per quanto si tratti di nozione normativa nota, che per "dato personale" si intende «qualsiasi informazione riguardante una persona fisica identificata o identificabile ("interessato"); si considera identificabile la persona fisica che può essere identificata, direttamente o indirettamente, con particolare riferimento a un identificativo come il nome, un numero di identificazione, dati relativi all'ubicazione, un identificativo online o a uno o più elementi caratteristici della sua identità fisica, fisiologica, genetica, psichica, economica, culturale o sociale» (art. 4, n. 1, del Reg. UE 2016/679 del 27 aprile 2016 sulla protezione dei dati – *General Data Protection Regulation* – di seguito GDPR).

[20] Non vi è una definizione univoca del termine *Big data*: per la società di consulenza strategica *Gartner*, a cui molti attribuiscono un primo tentativo di definire il concetto nel 2001, i *Big data* sono «high-volume, high-velocity and/or high variety information assets that require new forms of processing to enable enhanced decision making, insight discovery and process optimization». Con l'avvento dei *Big data*, quindi, si rende necessario un nuovo approccio alla gestione dei dati per tener conto di una scala (in termini di volume, velocità) e di una complessità che risulta difficile, se non impossibile, affrontare con le tecniche di analisi dei dati tradizionali. In questo senso v. l'Indagine Conoscitiva sui *Big data* (rapporto finale) condotta dall'AGCM, dall'AGCOM e dal Garante per la protezione dei dati personali, febbraio 2020, 7 ss., reperibile all'indirizzo Internet: www.agcm.it, che, riprendendo la nozione di *Big data* di cui alla Risoluzione del Parlamento europeo del 14 marzo 2017 sulle implicazioni dei *Big data* per i diritti fondamentali, afferma che «con la locuzione Big data si fa riferimento, in prima approssimazione (nell'assenza di definizioni normativamente vincolanti), alla raccolta, all'analisi e all'accumulo di ingenti quantità di dati, tra i quali possono essere ricompresi dati di natura personale (*nell'accezione fornita dall'art. 4 del Regolamento GDPR*), in ipotesi provenienti anche da fonti diverse. La natura massiva delle operazioni di trattamento reca con sé la necessità che tali insiemi di informazioni (sia memorizzate, sia in streaming) siano oggetto di trattamento automatizzato, mediante algoritmi informatici e altre tecniche avanzate, al fine di individuare correlazioni di natura (per lo più) probabilistica, tendenze e/o modelli». Cfr. anche B. Brown, J. Bughin, A. Hung Byers, M. Chui, R. Dobbs, J. Manyika, C. Roxburgh, *Big Data: The Next Frontier for Innovation, Competition, and Productivity*, Washington, DC, 2011: McKinsey Global Institute; JS. Ward, A. Barker, *Undefined By Data: a Survey of Big Data Definitions*, 2013, reperibile all'indirizzo Internet: https://arxiv.org/abs/1309.5821 (consultato

data – conviene ribadirlo – non è tanto la mole di dati ma il tipo di analisi effettuata sugli stessi, ossia gli 'algoritmi' che vengono utilizzati nel trattamento dei dati [21].

Il termine *Big data* fa dunque riferimento a un nuovo approccio delle organizzazioni (imprese, enti pubblici, enti di ricerca e governi, ecc.), che, tramite la combinazione di diverse banche dati e l'utilizzo di adeguati strumenti statistici e tecniche di *data mining*, riescono ad estrarre valore dai dati [22-23]. Questo

---

il 15 dicembre 2020); A. GIANNACCARI, *La storia dei Big Data tra riflessioni teoriche e primi casi applicativi*, in *Merc. conc. reg.*, 2017, 307 ss.; M. DELMASTRO, A. NICITA, *Big data*, Bologna, Il Mulino, 2019, 34 ss. Aggiungerei anche che, con il tempo, alle tre 'V' sopra ricordate (volume, varietà e velocità), se ne sono aggiunte altre tre: 'veridicità', 'variabilità' e 'valore'. La prima si riferisce alla qualità e all'integrità dei dati (che in un primo momento era stata trascurata a vantaggio della quantità, salvo poi accorgersi che molti dati erano talmente inquinati da rendere qualsiasi analisi inattendibile quando non addirittura pericolosa), la seconda allude alla diversa provenienza e al diverso formato dei dati, la terza si riferisce alla possibilità di trasformazione dei dati in valore, nel senso di estrarre valore dall'utilizzo dei dati (A. PIVA, *Le 5V dei Big data: dal Volume al Valore*, 27 marzo 2019, reperibile in Internet al seguente indirizzo *blog.osservatori.net*, consultato il 15 dicembre 2020).

[21] Sulle diverse nozioni di algoritmo (su cui v. G.F. ITALIANO, *Le sfide interdisciplinari dell'intelligenza artificiale*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 12 s., dove anche la differenza tra algoritmi di *machine learning* e algoritmi tradizionali; L. LAURA, *Breve e universale storia degli algoritmi*, Roma, Luiss University Press, 2019, *passim*), riprendo qui quella, a mio avviso più efficace, utilizzata da D. MULA, *Big data vs Data privacy*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di G. Finocchiaro e V. Falce, Bologna, Zanichelli, 2019, 355 ss., secondo cui «l'algoritmo è una procedura, un metodo, una strategia per la soluzione di un problema; tale procedura reca i passaggi per la valorizzazione di tutte le incognite, esplicitandone le relazioni, così da giungere alla soluzione del problema ad esito della quale si ottiene un determinato output». Nella variegata tassonomia si possono distinguere due tipologie di algoritmi: *i*) *algoritmi analytics* che sono basati, in modo pressoché esclusivo, sulla predeterminazione di relazioni statistiche esplicitate in sede di preparazione dell'algoritmo e che rispondono a sequenze logiche tradizionali di comandi, secondo la conseguenzialità "*if-then-else*" e *ii*) algoritmi *machine learning* basati invece sulla rappresentazione dichiarativa della conoscenza che si adattano a molteplici applicazioni senza descrivere una procedura univoca da eseguire.

[22] I dati altro non sono che una descrizione elementare, spesso codificata, di una informazione (si pensi al numero di una fattura, al suo importo o alla sua data di emissione). Ne deriva che una informazione è una visione della realtà derivante dall'elaborazione e interpretazione dei dati e che tutto può essere convertito in dati. Questo fenomeno prende anche il nome di "*datizzazione*".

[23] Nell'ambito del processo di estrazione di conoscenza dei dati dai *Big data* (dati che possono avere natura personale o non personale) è possibile enucleare tre ordini principali di attività: a) la raccolta, che a sua volta si articola in generazione, acquisizione e memorizzazione; b) l'elaborazione, che coinvolge attività di estrazione, integrazione e analisi; c) l'interpretazione e l'utilizzo. Tali fasi sono illustrate nel dettaglio nella citata *Indagine Conoscitiva sui Big data*, (nt. 20), 8 ss.

approccio, infatti, consente a potenti algoritmi di esplorare i dati e di scoprire correlazioni e regolarità che difficilmente una mente umana potrebbe disvelare (c.d. *correlation insights*) [24]. Indipendentemente da qualsiasi analisi che ricerchi un nesso di causalità, come tipicamente avveniva in epoca *small data*, sono gli algoritmi a individuare le caratteristiche degli individui, le predizioni e le azioni da intraprendere; non è più necessaria, estremizzando il ragionamento, l'individuazione di un modello comportamentale con le relative ipotesi da testare e il conseguente approccio statistico. Con i *Big data*, di fatto, il peso specifico delle analisi di correlazione aumenta, determinando un rovesciamento della struttura di ricerca: innanzitutto viene ricercato un legame tra le variabili, solo successivamente, se necessario, si stabilisce una interpretazione plausibile del fenomeno. In altre parole sono i dati stessi a parlare [25].

Si tratta, quindi, di un processo di radicale cambiamento ed evoluzione degli approcci tradizionali all'analisi dei dati che, anche in conseguenza dei progressi tecnologici, merita attenzione anche con riguardo al processo di investimento e, segnatamente, alla fase cruciale della profilazione finanziaria ai fini MiFID.

L'uso dei *Big data* come tecnica di raccolta e di analisi algoritmica dei dati anche al solo fine di acquisire informazioni dettagliate su singoli soggetti, a prescindere dai *cluster* di clientela in cui tali soggetti potranno essere inseriti e dall'offerta/raccomandazione personalizzata di prodotti e servizi, si prospetta come utile e promettente anche ai fini del discorso che si intende qui condurre.

In questa sede non può sfuggire la circostanza, riconducibile alla comune

[24] Le *inferenze*, come si dirà meglio in prosieguo, sono informazioni relative a una persona fisica identificata o identificabile, create mediante deduzione o ragionamento piuttosto che per semplice osservazione o raccolta presso la persona interessata. Non mancano naturalmente le osservazioni critiche a queste nuove tecniche: secondo S. WATCHER (*A right to Reasonable inferences: Re-Thinking Data protection Law in the Age of Big Data and AI*, in *Columbia Business Law Review*, 2019 (2), 494-620) le inferenze create o utilizzate dai responsabili del trattamento o da terzi sono spesso invasive della *privacy* e hanno una bassa verificabilità nel senso di essere predittive o basate sulla mera opinione, pur essendo utilizzate per assumere decisioni importanti. Potrebbe anche non essere del tutto azzardato non riconoscere ai dati cc.dd. inferenziali la natura di dato personale ai sensi del GDPR, proprio in ragione della loro natura derivata (sul punto però in senso contrario v. *infra* nt. 68).

[25] Cfr. Agcom, *Big data – Interim report nell'ambito dell'indagine conoscitiva di cui alla delibera 217/17/Cons, giugno 2018* – 14, leggibile in Internet al seguente indirizzo: www.agcom.it. Attraverso i *Big data*, ad esempio, si possono conoscere meglio i propri clienti, le loro caratteristiche ed i loro comportamenti e quindi fornire servizi disegnati sui clienti e le loro esigenze. Si può così sapere in anticipo quando, ad esempio, una cliente aspetta un bambino e quali saranno i prodotti più richiesti oppure qual è lo stile di guida ed il profilo di rischio di un proprio assicurato per personalizzare il premio della polizza assicurativa praticato.

esperienza, di come ognuno di noi (investitori compresi) 'disperda', più o meno consapevolmente, ogni giorno in Internet una rilevantissima quantità di dati strutturati o non strutturati (la c.d. "scia digitale" o *online footprint*) [26]. Si pensi ai dati contenuti nella propria posta elettronica, all'utilizzo di navigatori satellitari in grado di geo-localizzarci e quindi di registrare i nostri spostamenti anche quando il nostro *smartphone* è *offline* [27], ai *social networks* dove esprimiamo gusti e manifestiamo preferenze ed abitudini o 'postiamo' video o 'tagghiamo' foto [28], ovvero ancora alle informazioni presenti sui nostri conti di pagamento *on line* che registrano – ora anche aggregando insieme più conti [29] –

[26] Per grandi linee si può dire che sono dati *strutturati* i dati conservati secondo schemi e tabelle rigide (ad esempio tabelle con data, nome, numero, caratteri, indirizzo, ecc.), *non strutturati* quelli che non hanno un modello predefinito e non possono essere organizzati per righe e colonne (ad esempio immagini, audio, video, *email*, ecc.). Significativo è del resto che nelle imprese *data driven*, nelle quali ogni decisione strategica è basata sui dati, l'analisi dei dati non strutturati sia diventata fondamentale per individuare abitudini di acquisto e caratteristiche dei clienti interessati al servizio prestato. La tendenza in atto è che circa l'80 % dei dati oggi disponibili ha natura non strutturata, cfr. Agcom, *Big data,* (nt. 25), 9 ss.

[27] I dati di localizzazione o dati sulla posizione (anche dati di mobilità) sono le informazioni trattate da una rete o da un servizio di comunicazione che indicano la posizione geografica dell'apparecchiatura terminale (es. *smartphone*) di un utente del servizio. Sono i dati relativi alla latitudine, longitudine, altitudine, direzione di marcia, ora di registrazione della posizione.

[28] La diffusione dei *Big data* sta alterando strutturalmente l'ecosistema informativo mondiale; i *social network* – in ragione del tempo trascorso dagli utenti all'interno degli stessi, delle molteplici azioni che gli individui compiono e reazioni che esprimono attraverso i propri profili/pagine/*account*, nonché delle relazioni sociali che instaurano – sono certamente tra gli operatori in grado di captare la maggiore varietà e volume di dati sugli individui, compresi quelli relativi alle preferenze ideologiche e politiche e ai contenuti informativi letti, visualizzati, graditi, commentati e condivisi.

[29] Il riferimento è ai cc.dd. aggregatori di "*conti di pagamento*", ossia ai prestatori dei servizi d'informazione sui conti (*Third party providers – Account Information Service Provider o "AISP"*) che, ai sensi dell'art. 1, primo comma, lett. b-*ter*), d. lgs. n. 11/2010 (come modificato dall'art. 2, primo comma, del d. lgs. 15 dicembre 2017, n. 218 di recepimento della direttiva UE 2015/2366 sui servizi di pagamento "PSD2") forniscono *on line* «informazioni relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso un altro prestatore di servizi di pagamento o presso più prestatori di pagamento». L'*AISP* funge da aggregatore di informazioni, mettendo a disposizione dell'utente una piattaforma *on line* attraverso la quale quest'ultimo può collegarsi a tutti i conti di pagamento in essere con uno o più istituti e monitorare nel complesso la propria situazione finanziaria (è una delle più rilevanti novità dell'"*open banking*"). Sul piano oggettivo va osservato, pur nei limiti della presente indagine, che il nuovo servizio accessorio di pagamento è al momento incentrato sui 'conti di pagamento' ma non anche sul 'deposito di titoli' (c.d. *dossier titoli* o 'conto titoli'), alla cui estensione, tuttavia, si potrebbe *de iure condendo* arrivare, atteso lo stretto collegamento tra il conto di pagamento ed il *dossier titoli* e la medesima finalità dell'utente di servizi di investimento a disporre

le nostre entrate ed uscite ripartite dettagliatamente per tipologie (ad esempio: casa, tempo libero, mutui/prestiti, investimenti, salute, spese mediche e benessere, viaggi/turismo, corsi e sport, ristoranti e bar e molto altro ancora). Per non dire degli acquisti che effettuiamo continuamente sui *Marketplace* commerciali (tipo Amazon) con strumenti di pagamento elettronici, dove rilasciamo una spaventosa quantità di dati ed informazioni [30]. Può anche essere interessante ricordare che l'evoluzione tecnologica consente il trattamento c.d. *cross-device* delle informazioni e delle abitudini degli individui: così è possibile monitorare il singolo utente anche quando questo utilizza dispositivi diversi o leggere gli *sms* o *mms* o registrare gli audio e controllare le chiamate in entrata e in uscita o consentire ad una app di leggere il calendario, la rubrica e lo storico delle ricerche via *search web*.

In questo stesso quadro della generazione dei dati si può iscrivere il fenomeno dell'*Internet of Things*. Senza potersi qui dilungare su questo aspetto ma senza neppure poterne trascurare la rilevanza, importa almeno segnalare che ormai gli oggetti c.d. *smart* sono in grado di connettersi ad una rete per elaborare dati e scambiarsi informazioni con altri oggetti, moltiplicando così i dati personali tra oggetti interconnessi [31]. Quindi non solo le persone fisiche gene-

immediatamente di un quadro generale ed aggregato della propria situazione su strumenti finanziari in un dato momento (c.d. "*open finance*"). Sulla liceità e compatibilità dell'utilizzo e/o del trattamento delle informazioni presenti sui conti di pagamento anche ai fini MiFID del diligente adempimento degli obblighi di *know your customer*, cfr. AA. VV., *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, in *Quaderni FinTech* Consob, 4, marzo 2019, 35 ss.

[30] Per un elenco più analitico di dati (strutturati e non strutturati) che sono rilasciati in ambito digitale e trattati nella prestazione di servizi finanziari *on line* (come la concessione di credito o l'offerta di prodotti su misura per i clienti), è d'obbligo riferirsi all'enumerazione contenuta nel *Discussion Paper* dell'*European Banking Authority* (EBA) (2016), *On innovative uses of consumer data by financial institutions*, 4 giugno 2016, DP/2016/01, 9 ss. che menziona: a) dati anagrafici (nome e cognome, cittadinanza, luogo e data di nascita, età, sesso, stato civile, numero di familiari a carico); b) dati di contatto (indirizzo, numero di telefono, *e-mail*, geolocalizzazione); c) dati sul domicilio informatico (cronologia di navigazione, indirizzo IP, dati di log, attività di chiamata e dati dei messaggi); d) proprietà e locazione dell'abitazione; e) formazione e condizione professionale (titolo di studio, lavoratore autonomo o dipendente, settore e datore di lavoro, reddito, inizio e fine dei rapporti di lavoro); f) altri tipi di dati sensibili; g) *hobby* e sport praticati; altri interessi personali; h) multimedia; i) informazioni da *Social Network* (collegamenti sociali, informazioni fornite negli aggiornamenti di stato).

[31] Per *Internet of Things (IoT)* o 'Internet delle Cose' si intende quel percorso nello sviluppo tecnologico in base al quale, attraverso la rete Internet, potenzialmente ogni oggetto dell'esperienza quotidiana acquista una sua identità nel mondo digitale. L'*IoT* si basa sull'idea di oggetti 'intelligenti' tra loro interconnessi in modo da scambiare le informazioni possedute, raccolte e/o elaborate. Si pensi all'autovettura che dialoga con l'infrastruttura stradale per prevenire in-

rano e forniscono dati ma anche gli oggetti che a tali soggetti fanno capo ne producono e ciò avviene attraverso sistemi di dispositivi fisici che ricevono i dati su reti *wireless* a prescindere da interventi manuali.

Siamo quindi una fonte inesauribile di dati [32], siamo noi stessi un insieme di dati, soggetti di dati (*data subiects*) [33].

Pur in un discorso di estrema sintesi e di larga approssimazione tecnica, merita segnalare che i dati raccolti sono *forniti* ora direttamente dall'individuo (*provided data*) quando viene coinvolto in una transazione (registrazione su un sito *web*, acquisto di un prodotto, ecc.), ora quando si esprime in un *social network* generando informazioni che saranno viste o ascoltate da altri.

Oppure si tratta di *dati osservati* (*observed data*) che vengono appunto osservati e registrati come ad esempio i dati relativi all'ubicazione di una persona raccolti tramite un'applicazione.

Queste informazioni, una volta generate, vengono poi *raccolte*, ossia acquisite e memorizzate da sistemi di elaborazione di specifici soggetti (*data brok-*

---

cidenti o alla sveglia che suona prima in caso di traffico stradale o agli sci che inviano informazioni sulle condizioni della neve o sulla gravità di una caduta. Si pensi, in quest'ottica, anche al mondo dei dispositivi indossabili, c.d. *wearables* (orologi, *smart band*, occhiali intelligenti, scarpe da *running* che trasmettono informazioni sulla velocità della corsa o sulla frequenza cardiaca dell'atleta, ecc.), che possono rilevare e rilasciare dati inerenti alle caratteristiche psico-fisiche di un soggetto. L'espressione *Internet of Things* pare essere stata usata per la prima volta nel 1999 da KEVIN AHSTON (*That 'Internet of Things' Thing*, *RFID Journal*, 22 June 2009, leggibile in Internet al seguente indirizzo: www.rfidjournal.com).

[32] Solo per farsi un'idea dell'impressionante volume di dati e della tipologia di informazioni che in ogni momento vengono rilasciate nel *web* è sufficiente aprire il 'sito-contatore' www.internetlivestats.com che misura in ogni istante quante persone stanno consultando Internet, facendo ricerche su Google, inviando una *email*, scrivendo *post* su dei *blog*, scaricando video o foto e tanto altro ancora.

[33] Per la definizione ufficiale della persona fisica come un insieme di dati o *data subject* v. l'art. 4, n. 1 del Reg. GDPR, a mente del quale «personal data means any information relating to an identified or identifiable natural person ('data subject'); an identifiable natural person is one who can be identified, directly or indirectly, in particular by reference to an identifier such as a name, an identification number, location data, an online identifier or to one or more factors specific to the physical, physiological, genetic, mental, economic, cultural or social identity of that natural person». Dalla datizzazione (v. *supra* nt. 22) al cd. "*dataismo*" il passo è breve. Il termine – che sembra essere stato coniato per la prima volta da D. Brooks in un articolo pubblicato su *The New York Times* (*What data can't do*, «New York Times», 18 February 2013, leggibile in http://www.nytimes.com/2013/02/19/opinion/brooks-what-data-cant-do.html.) – è stato reso popolare dallo storico israeliano Yuval Noah Harari (*Homo deus. Breve storia del futuro*, trad. di M. Piani, Milano, Giunti Editore/Bompiani, 2017), che, in chiave critica contro i fautori degli algoritmi dell'intelligenza artificiale e dei *Big data*, descrive il *dataismo* come una nuova autorità che non venera né gli dei né gli uomini, ma soli *i dati e i loro flussi*.

er)[34], invisibili per l'utente medio, che, attraverso i *web tracker* o *cookies*[35], tengono traccia della nostra attività di navigazione e sanno quasi tutto quello che facciamo. I *cookies* sono in grado di seguire gli utenti sui siti *web* e monitorare tutte le attività da loro svolte, creando un profilo dell'utente per i terzi interessati. Sanno chi sono i nostri amici, cosa ci piace e quali tipi di contenuti apprezziamo di più, dove andiamo, cosa acquistiamo e quanto spendiamo[36]: sono in grado di 'profilarci' perfettamente sotto tante, diverse angolazioni.

I dati possono poi produrre altri dati – questo è un aspetto decisivo del discorso che qui si sta conducendo – ossia dedurre, attraverso analisi automatizzate, informazioni utili che arrivano da contesti diversi attraverso rielaborazioni analitiche, basate sulla probabilità, di altri dati tra loro correlati. Si tratta dei cc.dd. dati inferiti (*inferred data*), sui quali si tornerà subito, ossia di nuo-

---

[34] I *data broker*, anche detti *information broker* o *information reseller*, sono intermediari di dati che raccolgono *on line*, da fonti pubbliche o private, dati dettagliati riferiti a persone fisiche: li analizzano, li aggregano, li elaborano e li compongono unificando le banche dati di cui dispongono. Al termine di questo processo, che vede i dati trasformati in informazioni, i profili individuali così ricavati vengono venduti sul mercato ai soggetti interessati in funzione delle finalità per le quali detti profili sono stati costruiti. I dati raccolti includono, ad esempio, nome e cognome, indirizzo di residenza, numeri telefonici, indirizzi *email*, età e sesso, dati sugli immobili di proprietà, reddito, educazione, occupazione. Le fonti da cui sono attinti i dati sono i *social media*, la storia degli acquisti *on line* e *off line*, le garanzie, le carte di pagamento e di credito, i registri governativi (patente di guida, registro automobilistico, anagrafe, ecc.). Per una ricostruzione della catena di valore dei *Big data* che parte dal soggetto che genera il dato ed arriva ai soggetti che li registrano, conservano, controllano e vendono, v. M. OREFICE, *I big data. Regole e concorrenza*, in *Pol. dir.*, 2016, 717 ss.

[35] I *cookie* sono file di piccole dimensioni che un *web server* (il sito) immette nei *computer* e nei dispositivi durante la navigazione: sono marcatori elettronici che consentono di riconoscere i dispositivi utilizzati per la navigazione e, di conseguenza, la persona dell'utente, permettendo di monitorare e di tracciare chi naviga in rete. Per *default* quasi tutti i *browser web* sono impostati per accettare automaticamente i *cookie*. Tipicamente i *cookie* possono essere installati direttamente dal proprietario e/o dal responsabile del sito *web* (c.d. *cookie* di prima parte) ovvero dai responsabili estranei al sito *web* visitato dall'utente (c.d. *cookie* di terza parte). Per tale definizione v. A. QUARTA, G. SMORTO, *Diritto privato dei mercati digitali*, Firenze, Le Monnier, 2020, 57 ss., secondo i quali oggi, grazie non solo ai *cookie* ma anche ai servizi di *cloud* e ai *social network*, è perfettamente possibile riconoscere un utente e seguirlo da un sito all'altro e capire non solo *chi* opera ma anche *cosa* accade in rete. E si tenga presente che questo processo di tracciamento si riferisce non solo ai dati primari generati dagli interessati ma anche ai dati secondari correlati generati dalle attività digitali che non appaiono come immediatamente utili (in gergo tecnico cc.dd. *data exhaust*).

[36] Per cercare di neutralizzare questo tipo di fenomeno alcuni *broswer* hanno attivato il cd. anti-tracciamento intelligente. Questo utilizza il *machine-learning* sul dispositivo per identificare i *tracker* e impedire loro di accedere alle informazioni personali.

ve informazioni sui soggetti interessati dedotte dai loro dati personali applicando modelli algoritmici [37].

La scienza dei dati gioca un ruolo importantissimo in proposito. La *data science* nasce infatti per comprendere i dati ed analizzarli, ma pure per valorizzarli e far sì che i dati, adeguatamente interrogati e correlati (secondo schemi di relazioni che possono sfuggire ai ricercatori umani), generino altre informazioni, utili a spiegare e ad orientare i dati stessi. L'applicazione delle correlazioni alle persone fisiche consente di comprenderne le caratteristiche che interessano all'operatore. *Amazon*, *Netflix*, *Spotify* – ma pure il filtro antispam di *Gmail* – impiegano quotidianamente applicazioni sviluppate dai *data scientists* che sfruttando intelligenze artificiali sempre più accurate consentono alle macchine di inferire dalla rielaborazione dei dati raccolti, attraverso un processo analitico basato sulla probabilità, una profilazione precisa e granulare della persona, oltre che costruire motori di raccomandazione che suggeriscono, anche in termini predittivi, cosa comprare, cosa guardare, cosa ascoltare in base ai nostri gusti o cosa è adatto o inadatto a noi.

I dati personali, una volta raccolti, vengono quindi, come si diceva, *analizzati* ed *elaborati* attraverso tecniche algoritmiche (di interrogazione e di apprendimento) [38] anche molto sofisticate che stabiliscono relazioni tra dati prescindendo talora dalla stessa comprensione dei fenomeni sottostanti e ricavano nuovi dati dall'elaborazione dei dati noti già acquisiti (cc.dd. dati inferiti). Esistono ad esempio strategie di *data mining* che hanno messo in luce che chi compra feltrini per i piedi dei mobili è un ottimo pagatore che adempierà correttamente alle proprie obbligazioni nei confronti delle banche mutuanti [39] op-

---

[37] Dagli *inferred data* che, come accennato, sono prodotti utilizzando metodi analitici complessi basati su probabilità per trovare correlazioni, si sogliono distinguere i *derived data* che sono prodotti da altri dati in modo relativamente più semplice e diretto (ad esempio, calcolando la redditività di un cliente dal numero di visite in un centro commerciale o dagli oggetti acquistati o dal numero di *weekend* trascorsi fuori casa in luoghi di villeggiatura o la redditività di un albergatore dai giudizi estremamente positivi sulla sua struttura alberghiera). Sui limiti dei dati dedotti cfr. B. CUSTERS, *Profiling As Inferred Data. Amplifier Effects and Positive Feedback Loops* (October 9, 2018), in E. BAYAMLIOĞLU, I. BARALUIC, L. JANSSENS, M. HILDEBRANDT, *Being profiled: cogito ergo sum. 10 Years of Profiling the European Citizen, 2018, Amsterdam University Press., 112-115. DOI 10.5117/9789463722124/CH19,* disponibile in Internet in SSRN: https://ssrn.com/abstract=3466857 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3466857.

[38] Gli algoritmi di interrogazione mirano a rispondere a delle richieste precise poste in forma di interrogazioni, quelli di apprendimento tendono ad estrarre nuova conoscenza e si avvalgono di tecniche avanzate di Intelligenza Artificiale, cfr. *Indagine Conoscitiva sui Big data*, (nt. 20), 15 ss.

[39] Riprendo l'esempio da S. BRUSADELLI, *Schiavi dell'algoritmo*, reperibile in Internet al seguente indirizzo: http://www.ilsole24ore.com/art/cultura/2018-03-06/schiavi-dell-algoritmo-

pure che agli ordini di acquisto di beni provenienti da quartieri meno benestanti viene applicato un prezzo maggiore sulla base del rischio statistico di utilizzo fraudolento delle carte di credito o anche che i dati sul consumo di pizza di una persona sono utilizzati per calcolare il premio della sua assicurazione sanitaria [40].

E neppure sorprende, come è stato dimostrato, che l'algoritmo che analizza i 'mi piace' cliccati su *Facebook* da un utente, può dedurre, con un'accuratezza che va dal 95% al 60%, etnia, età, orientamento sessuale, tipo di personalità, uso di particolari sostanze, opinioni politiche del soggetto, essere figli di genitori separati [41], fornendoci molte più informazioni sul profilo della persona di quante ne potremmo raccogliere in tanti anni di utilizzo di questionari tradizionali.

Tutte queste tracce possono essere quindi utilizzate non solo per identificare e, appunto, tracciare e classificare gli individui [42], ma con lo scopo di ana-

123316.shtml?uuid=AETD076D del 6 marzo 2018 (consultato il 30 novembre 2020); v. anche P. STARA, *Gli algoritmi nel vino e i feltrini da mettere sotto le zampe dei mobili*, reperibile al seguente indirizzo Internet: www.vinoestoria.wordpress.com. (consultato il 20 dicembre 2020) La profilazione algoritmica comprende dunque l'estrazione di dati che, sulla base di alcune caratteristiche note ed osservabili delle persone, ne inferiscono, con un certo margine di errore, altre che osservabili e note non sono (così J. DINANT, C. LAZARO, Y. POULLET, N. LEFEVER, A. ROUVROY, *Application of Convention 108 to the Profiling Mechanism – Some ideas for the future work of the consultative committee (T-PD)*, doc. T-PD 01, 2008, 3, leggibile all'indirizzo Internet www.rm.coe.int, consultato a dicembre 2020).

[40] Da qui l'enfasi ma anche l'importanza economica dei dati. E perciò è alquanto frequente il parallelo tra *Big Data* e *Big Oil*, in quanto i dati sarebbero il nuovo oro digitale perché questi come il petrolio devono essere scomposti per essere utili e devono essere localizzati, estratti e raffinati da organizzazioni adeguate e perché ovviamente come il petrolio sono produttivi di nuova ricchezza. L'immagine si deve ad un *Data scientist* (Clive Hunby) che nel 2006 coniò la frase "*Big Data is the new Oil*". In senso critico sul parallelo, a suo avviso fuorviante, tra *Big Data-Big Oil*, cfr. L. SCHOLZ, *Big Data is not Big Oil: the role of analogy in the law of the new technologies* (september 20, 2018), in *Tennessee Law Rewiew*, vol. 85, 2020, 7 ss. disponibile su SSRN al sito Internet https://ssrn.com/abstract=3252543, che reputa che, a differenza del petrolio, i dati non sono una risorsa scarsa e consumabile e che la fonte dei dati può essere fatta risalire alle singole persone, circostanza che richiede una considerazione morale e legale. Nel 2017 il mercato italiano dei *Big data analytics* per il settore bancario è cresciuto di quasi il 30%, primo fra tutti settori, anche a livello di quota di mercato, pari al 28%, e questo nonostante un forte incremento in settori legati alle tematiche di Industria 4.0 che hanno tra l'altro beneficiato in modo rilevante di incentivi (Osservatorio PoliMI *Big Data Analytics & Business Intelligence*, 2017).

[41] Cfr. la Ricerca svolta dallo *Psychometrics Centre* dell'Università di Cambridge in collaborazione con *Microsoft Research*: M. KOSINSKI, D. STILLWELL, T. GRAEPEL, *Private traits and attributes are predictable from digital records of human behavior*, 2013, reperibile all'indirizzo Internet: www.psychometrics.cam.ac.uk (consultato il 15 dicembre 2020).

[42] È stato già anticipato – ma conviene sottolinearlo – che le persone fisiche sono associate

lizzare e valutare determinati aspetti relativi a detti individui, generando così una profilazione, ossia una 'categorizzazione' di un determinato soggetto in base alle sue caratteristiche ed ai suoi interessi.

Profili e informazioni che poi possono essere oggetto di un utilizzo consequenziale: si pensi, ad esempio, alla pubblicità personalizzata (*marketing* mirato), alla promozione o alle offerte selettive di servizi e prodotti ovvero alla predizione di consumi o situazioni future ritenute compatibili con il profilo individuato; ovvero – per restare più aderenti all'ambito qui considerato del processo di investimento – all'attribuzione algoritmica del profilo di rischio dell'investitore o al *software* finalizzato ad effettuare la valutazione di adeguatezza.

Un aspetto, questo della distinzione tra profilazione e suo utilizzo successivo che ne può conseguire, particolarmente rilevante, benché, ai fini dell'indagine che si sta conducendo, vada rimarcato che, per quanto i due momenti siano contigui e tendano spesso anche a sovrapporsi [43], qui oggetto di attenzione è soltanto il momento dell'acquisizione e della valutazione automatizzata dei dati raccolti ed elaborati per ricavare le caratteristiche del cliente ai fini MiFID utili per l'attribuzione del profilo di rischio e dei conseguenti *test* di appropriatezza o di adeguatezza.

3. *La legittimità della profilatura finanziaria algoritmica nell'ottica MiFID.*

Considerata la tecnologia oggi disponibile ed in particolare le tecniche *Big data analytics* sopra descritte, si delinea l'opportunità di verificare se queste tecniche consentono alle banche e agli altri intermediari (o ai gestori di informazioni a loro legati), preposti al processo di *profilatura finanziaria*, di ottenere e di elaborare le informazioni previste dalla normativa MiFID, necessarie e funzionali per assegnare un profilo di rischio agli investitori e per verificare l'appropriatezza e l'adeguatezza dell'investimento.

È del resto un dato empirico di frequente rilevazione che gli operatori fi-

a identificativi *on line* rilasciati dai dispositivi, dalle applicazioni, dai protocolli utilizzati, quali gli indirizzi IP oppure a marcatori temporanei (*cookies*) o a identificativi di altro tipo, come i *tag* di identificazione a radiofrequenza (Reg. GDPR considerando 30).

[43] V. in questo senso R. CASTROREALE, *Processo decisionale automatizzato e profilazione: cosa sono, differenze e sinergie*, reperibile in Internet al seguente indirizzo: www.agenda digitale.eu (consultato il 15 dicembre 2020); S. BORGHI, *Decisioni automatizzate e profilazione: le indicazioni dei garanti europei*, 2017, reperibile in Internet al seguente indirizzo: www.privacy.it (consultato il 15 dicembre 2020).

nanziari già dispongano o possano acquisire rilevanti quantità di questi dati (comportamentali e non) provenienti dal rapporto con i propri clienti: dati di identificazione, dati transazionali, dati di credito e rischio, dati sulla cronologia dei contatti con i consulenti finanziari, dati sulle preferenze del cliente, dati di navigazione compiuti all'interno dell'area riservata del servizio di *Internet banking* oppure di altri dati acquisiti da fonti esterne pubbliche, come gli uffici anagrafici, catastali o elettorali, o private come i *social media* (ad esempio cronologia di navigazione tramite le app o i dati rivenienti dai tanti servizi Internet messi a disposizione dell'utente) [44].

Si tratta, in altre parole, di capire se i *Big data* o meglio gli algoritmi che 'lavorano' questi dati (nella specie informazioni di carattere personale degli investitori) siano in grado di fornire una profilatura finanziaria attendibile, accurata, completa ed aggiornata e qualitativamente affidabile, basata su dati esatti e conformi a quelli richiesti dalla disciplina sui servizi di investimento sopra delineati. Non solo dunque un *software* che definisce il profilo di rischio o di investimento del cliente dopo la compilazione del questionario tradizionale da parte dell'investitore, come già avviene (è infatti noto che il profilo di rischio altro non è che il risultato di un algoritmo matematico derivante dalle risposte fornite in sede di profilatura), ma una profilatura automatizzata che, attraverso algoritmi, raccolga, analizzi, elabori ed inferisca le caratteristiche finanziarie del cliente utili ai fini MiFID sulla base dei dati e delle informazioni rilasciate nel *web* o già disponibili da parte dell'intermediario.

Il tema si sposta così anzitutto sulla stessa legittimità della profilatura tramite *Big data analitycs* alla luce della normativa MiFID e di quella in materia di protezione dei dati personali recata dal Regolamento GDPR.

L'utilizzo e l'elaborazione dei dati individuali degli investitori con tecniche algoritmiche per finalità di profilazione finanziaria potrebbe, infatti, se non costituire un reale cambio di paradigma nella relazione investitore-intermediario, almeno migliorare l'efficienza di una fase di questo rapporto, quella appunto della profilatura in senso stretto, che, come detto, si espone a rischi di opportunismo e di autovalutazioni e che non sempre si dimostra idonea a restituire un profilo finanziario veritiero dell'investitore [45]. È infatti da verificare se una sif-

[44] L'argomento è auto-evidente: per una sua puntualizzazione cfr. D. MULA, *Big data vs Data privacy*, (nt. 21), 355 ss. ma v. anche EBA, *On innovative uses of consumer data by financial institutions*, (nt. 30), 16 s.

[45] La stessa Esma segnala i limiti degli attuali questionari quando, sia pure in chiave correttiva, chiede agli intermediari di prestare attenzione, nell'elaborazione dei questionari, alla loro chiarezza, ad evitare di orientare le scelte di investimento, a non consentire agli investitori la possibilità di non rispondere, alle risposte non coerenti ed ai correttivi automatici per sanare tali

fatta profilatura non sia in grado di segnalare la situazione finanziaria, la capacità di risparmio o la tolleranza al rischio al pari (o di più) di quanto non possa rivelare queste e altre circostanze un questionario di profilatura MiFID autocompilato in modo tradizionale.

Ed in effetti la profilatura algoritmica potrebbe anche essere vista come un ausilio informatico di cui lo stesso investitore (e non solo l'intermediario) si potrebbe avvalere per compiere un'attività a sé giuridicamente riferibile e/o per confrontare, verificare ed ottimizzare la profilatura umana con quella automatizzata.

E sotto questo aspetto non si può, del resto, non constatare che, mentre già esistono, come già anticipato, *software* di calcolo che ricavano il profilo di rischio dell'investitore sulla base delle risposte che lo stesso dà alle domande formulate nel questionario cartaceo o *on line* e che esistono altresì algoritmi che contribuiscono a determinare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti [46], nonché algoritmi che usano le informazioni fornite dall'investitore al fine di produrre un *output* consulenziale finanziario personalizzato (ne è esempio la c.d. *robo-advice*, dove gli intermediari attraverso sistemi automatizzati basati su tecniche algoritmiche forniscono servizi di consulenza finanziaria personalizzata) [47], non risultano, per quanto consta, evidenze note di operatori che si avvalgono di sistemi algoritmici nel processo di raccolta, elaborazione e valutazione dei dati personali degli investitori funzionali alla profilazione finanziaria MiFID.

Una cosa infatti è l'applicazione dell'algoritmo alle informazioni o dichia-

incoerenze (Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamenti 25, 32). Si disegna così un quadro in cui i tradizionali questionari non appaiono come gli strumenti più efficaci per ricostruire in termini obiettivi il profilo finanziario dell'investitore e in cui si consente, come più avanti si dirà, di accedere alle informazioni dei clienti anche attraverso canali diversi dai questionari (orientamento 20). Potrebbe essere anche interessante osservare che la stessa normativa, prima ancora dell'Esma, avverte i limiti degli strumenti di profilatura tradizionali quando invita le imprese di investimento ad intraprendere azioni volte a correggere eventuali imprecisioni contenute nelle informazioni rilasciate dagli investitori (art. 54, settimo comma, lett. d), RD MiFID2). Ne risulta una prospettiva che, a parere di chi scrive, consente di nutrire più di un dubbio nei confronti dei questionari di profilatura e pare volta a preconizzare quantomeno strumenti finalizzati ad integrare, secondo una logica prudenziale, le informazioni raccolte in modo tradizionale.

[46] Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 82.

[47] Cfr. diffusamente AA. VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderni FinTech Consob*, 3, 2019, 8. V. anche M.T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016 (suppl. n. 1), 256 ss.; F. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, 267 ss.; R. LENER, *Tecnologie e attività finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 272 ss.

razioni rilasciate dal cliente per mezzo di un questionario o di una intervista al fine di assegnargli un punteggio o un profilo di rischio come testé segnalato o come anche avviene nel caso di *robo-advisory* puro, in cui si arriva alla raccomandazione personalizzata attraverso un processo decisionale esclusivamente o parzialmente automatizzato ma sulla base di dati forniti dall'investitore [48]; altro è invece che le informazioni utili alla profilatura finanziaria siano ricavate attraverso tecniche di *Big data analytics*, ossia attraverso algoritmi che consentono di arrivare alla profilatura del cliente (*output*) mediante l'individuazione delle caratteristiche dell'investitore (*input*) che sono il frutto del processo di elaborazione e valutazione dello stesso algoritmo, e ciò a prescindere dalla circostanza che poi alla profilatura algoritmica seguano o meno servizi, raccomandazioni o altre decisioni automatizzate.

Certo già da questi primi cenni emergono alcuni profili di criticità: si lascerebbe ad un algoritmo la ricostruzione, totale o parziale, del profilo finanziario dell'investitore, superando la valutazione umana che l'intermediario fa dell'investitore e soprattutto sostituendo un algoritmo alle informazioni rilasciate direttamente dall'investitore che oggi sono alla base della sagomatura del cliente. E ciò se, da un lato, potrebbe consentire di mitigare i rischi connessi all'autovalutazione dell'investitore nel fornire informazioni circa la propria situazione e conoscenza finanziaria ed ai pregiudizi cognitivi dello stesso, nonché attenuare i possibili e frequenti comportamenti opportunistici degli intermediari [49], migliorandone notevolmente l'efficienza e la capacità di analisi dei dati e delle informazioni; dall'altro, affiderebbe la profilatura alle decisioni prese in base alle metriche dei sistemi algoritmici e di intelligenza artificiale, che potrebbero essere imprecisi, opachi o arbitrari e basati su dati connotati da pregiudizi intrinseci ovvero non consentire decisioni granulari, limitando così, tecnologicamente, la libertà individuale di rilasciare informazioni sul proprio conto e l'autodeterminazione del soggetto [50].

---

[48] Per l'illustrazione dei diversi modelli di *robo-advice* cfr. AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, (nt. 47), 10 ss., dove si distinguono: *i*) il modello "*puro*" che si caratterizza per l'automazione del servizio offerto in tutte le sue fasi; *ii*) il modello "*ibrido*" che invece combina e/o alterna l'elemento umano e quello digitale in una o più fasi della catena del valore; *iii*) il modello noto come "*robo4advisor*" che si qualifica per porre l'automazione al servizio del consulente.

[49] Vedi *supra* nt. 11 e nt. 16.

[50] Il punto è ben noto e largamente comune ai tanti altri ambiti in cui fanno il loro ingresso le tecniche algoritmiche. È stato ampiamente segnalato dagli Autori che si sono occupati della c.d. 'Algocrazia', sui vantaggi ma anche sui rischi della quale, cfr. F. ZAMBONELLI, *Algocrazia: il governo degli algoritmi e dell'intelligenza artificiale*, Trieste, Scienza Express, 2020, *passim*; P. BENANTI, *Oracoli: tra algoretica e algocrazia*, Milano, Sossella Editore, 2018, *passim*;

Questi ultimi rilievi confermano la sensazione che affidare ai *Big data analytics* la profilatura finanziaria vuol dire anche porsi una serie di problemi nuovi ed ulteriori dal punto di vista giuridico.

Questioni che non riguardano soltanto la protezione individuale dei dati personali dell'investitore in caso di profilazione automatizzata (*i.e.*: senza o con parziale intervento umano) – sui quali, come si dirà, l'ordinamento sembra offrire delle risposte testuali che, per quanto migliorabili rispetto alle potenzialità e alle novità dei *Big data*, sono oramai recepite nel diritto positivo per far fronte ai rischi che dai processi automatizzati possono derivare sul piano della tutela individuale dell'investitore – ma che impongono anche di domandarsi, vista anche la loro rilevanza pratica, se, sul piano delle regole di comportamento applicabili agli intermediari, queste nuove tecniche richiedano una tutela del cliente rafforzata dal punto di vista informativo e/o se l'intermediario debba adottare presidi organizzativi e di gestione dei rischi particolari che si focalizzino, più in generale, sulla correttezza dei contenuti e sulla stessa modalità di costruzione degli algoritmi [51].

---

in una visione strumentale dell'algoritmo e non sostitutiva dell'intelligenza umana, sottolinea la funzione intrinsecamente sociale dell'algoritmo E. PALAZZOLO, *Il ruolo del diritto nell'algocrazia*, in *iusinitinere* 2019, leggibile all'indirizzo Internet: www.iusinitinere.it. Secondo questo A. tale funzione deriva proprio «dallo scopo per cui l'algoritmo stesso è creato: semplificazione dei processi, riduzione dei costi, velocizzazione dei tempi per ottenere l'erogazione di un servizio o, all'opposto, per erogarlo». Allo stesso modo non vanno però trascurati i rischi, come già ricordato nel testo, di *incompletezza, distorsione* ed *incertezza* da cui possono essere affetti i dati e il generale rischio del "*garbage in, garbage out*" (A. CARCATERRA, *Machinae autonome e decisione robotica*, in *Decisione robotica*, a cura di A. Carleo, Bologna, Il Mulino, 2019, 38 ss.).

[51] Gli interrogativi sollevati postulano inoltre problemi di imputazione dell'attività e della responsabilità civile per il danno cagionato all'investitore a seguito di una profilazione inesatta dovuta ad errori di programmazione dell'algoritmo. Aspetti, questi, di grande rilevanza, ai quali, tuttavia, in questa sede non si può che riservare qualche breve cenno. Se infatti i dati utilizzati nel contesto di una profilazione automatizzata non sono esatti per errore dell'algoritmo, qualsiasi profilo o decisione automatizzata che ne discende sarà viziata. Eventuali inesattezze possono portare, ad esempio, alla costruzione di dati sulla propensione al rischio finanziario inappropriati. I soggetti che utilizzano tali algoritmi, se non ne sono i programmatori, possono, come si dirà, non conoscere affatto le logiche alla base degli stessi, e quindi non comprendere gli effetti della loro applicazione. C'è dunque anzitutto un problema generale di individuazione del soggetto responsabile per l'errore da algoritmo, in quanto in questo ambito c'è sia un ideatore/programmatore sia un produttore sia un proprietario sia un utilizzatore dell'algoritmo. È interessante al riguardo ricordare che la Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020 recante raccomandazioni alla Commissione UE su un "*regime di responsabilità civile per l'intelligenza artificiale*" (che supera la precedente Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017 recante raccomandazioni alla Commissione UE concernenti "*norme di diritto ci-*

4. (Segue)*: dal metodo dialogico a quello algoritmico.*

Si è sin qui cercato di chiarire che gli algoritmi sono progettati per trattare grandi volumi di informazioni e creare correlazioni utili per consentire di creare profili personali delle persone fisiche quanto più possibili completi ed accurati.

È ora il momento di comprendere meglio se la profilatura finanziaria ai fini MiFID possa essere legittimamente effettuata (integralmente o almeno parzialmente) con l'ausilio di processi automatizzati applicati a dati personali e segnatamente attraverso le tecniche algoritmiche sopra descritte.

Il punto di partenza preliminare dal quale muovere è chiarire se la profilatura possa essere effettuata non più (o non solo) attraverso la compilazione, per iscritto ovvero *on line*, del tradizionale questionario o mediante le interviste opportunamente formalizzate del singolo investitore, bensì attraverso queste nuove tecniche e ciò nell'idea qui ormai acquisita – ancorché suscettibile di ulteriore approfondimento in ambito *Data Science* – che l'evoluzione delle tecniche sia allo stato in grado di sviluppare dei modelli di profilatura algoritmica che rispondono alle esigenze sin qui descritte.

Al riguardo, è importante ricordare che né la normativa di settore né l'Esma

vile sulla robotica" e prelude ad un Regolamento UE sul tema) non attribuisce personalità giuridica ai sistemi di intelligenza artificiale, elevandoli a centri di imputazione giuridica, ma ripartisce la responsabilità civile tra vari soggetti lungo tutta la catena della responsabilità (e durante l'intero ciclo di vita di un sistema di intelligenza artificiale) che include il produttore, l'operatore, la persona interessata e qualsiasi altro soggetto terzo, pur prevedendosi un regime obbligatorio di assicurazione per la responsabilità civile per tutti gli operatori di sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio. Queste previsioni di più ampio respiro (che comunque non costituiscono ancora norme giuridiche vincolanti) devono tuttavia essere anche valutate, nel nostro ambito, alla luce dell'art. 31, primo comma, lett. a), del Rd MiFID2. La disposizione citata, come si sa, mantiene in capo all'intermediario che esternalizza una funzione operativa essenziale o importante (come potrebbe essere la profilatura algoritmica non effettuata *in house*) ogni responsabilità per il rispetto degli obblighi imposti dalla disciplina MiFID. Se si ammette l'*outsurcing* della 'profilatura algoritmica' (da intendersi come una fase del processo d'investimento), tale norma consente di ricondurre le attività esternalizzate al submandato, cui si applica l'art. 1228 c.c. (v. F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, I, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Milano, 2011, 1056; già F. PARRELLA, *La responsabilità per l'esercizio di attività in* outsourcing, Roma, 2008, 10 ss.; v. anche AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, (nt. 47), 83 ss.). Muovendo dall'art. 54, primo comma, 2ª alinea, Rd MiFID2 e dall'art. 167 RI applicabili alla consulenza automatizzata, potrebbe sostenersi che l'intermediario*, mutatis mutandis*, potrà essere chiamato a rispondere per i danni causati per l'erronea profilatura, salvo poi rivalersi sul soggetto esternalizzato per l'algoritmo difettoso.

stabiliscono imperativamente le forme o le modalità attraverso cui tali informazioni devono essere raccolte.

Ma se è indubitabile che le forme più utilizzate oggi nella pratica siano i c.d. questionari o le interviste che gli intermediari predispongono per i loro clienti, è altrettanto vero che non sembra sussistere un obbligo di legge di "*acquisire le informazioni necessarie dai clienti*" solo in dette forme (artt. 21, primo comma, lett. b), T.U.F., 40, primo comma, 42, primo comma, 168, primo comma, RI).

L'Esma – sensibile all'automazione del processo di investimento – lascia libertà dei mezzi attraverso cui raccogliere le informazioni, focalizzando piuttosto l'attenzione delle imprese di investimento sull'adozione di «procedure atte a consentire a queste di comprendere i dati e le caratteristiche essenziali dei loro clienti» (orientamento 22). Ciò che rileva per l'Autorità europea è – al di là del *metodo utilizzato per la raccolta di informazioni* – che le informazioni acquisite consentano la valutazione (di appropriatezza e) di adeguatezza (orientamento 24) [52]. E si noti che qui si parla di *metodo* e non semplicemente di *mezzo* o *strumento*, alludendosi quindi ad un procedimento per ottenere le informazioni che può essere anche radicalmente diverso da quello tradizionale perché fondato su un metodo algoritmico di analisi dei dati e non basato su un comportamento dell'intermediario, come l'attuale, che, avvalendosi dell'incalzare di domande e di esempi su nozioni finanziarie tecniche, spinge l'interlocutore, non senza l'inconsapevole accettazione di pregiudizi, a chiarire il significato dei concetti usati e delle risposte date.

Certo non si può trascurare la circostanza che oggi il processo di profilatura sia congegnato, come si diceva, in termini essenzialmente dialogici, ossia sulla base di domande e di risposte attraverso cui si ottengono le informazioni necessarie. Ciò si comprende perché la normativa di riferimento è stata pensata in un periodo in cui le tecniche e le applicazioni algoritmiche erano lungi dallo sviluppo che hanno poi raggiunto, con incredibile velocità, nei tempi recenti. E quindi è più che normale che il dettato normativo presenti una certa vischiosità [53], ma questa possibile resistenza non pare impedirne certo una lettura ed una interpretazione in chiave evolutiva, né sembra imporre delle modifiche normative necessarie.

---

[52] Cfr. Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 20 che lasciano chiaramente intendere che le fonti delle informazioni utilizzate dall'intermediario possono essere rintracciate nei questionari ma anche "in altre fonti o conti dei clienti" (v. anche *supra* nt. 6). Ancora più generale l'art. 168, primo comma, RI che fa riferimento ad ogni «altra informazione comunque acquisita».

[53] In questo senso vedi anche l'art. 54, settimo comma, lett. c), RD MiFID2 ed analogamente anche l'art. 167, settimo comma, lett. c), RI, dove il riferimento alle "domande" utilizzate nel processo di profilatura.

Si potrebbe anzi dire che la normativa vigente è neutra e derogabile (con l'accordo delle parti) rispetto alla possibilità di effettuare la profilatura algoritmica e comunque si presta senz'altro ad una interpretazione evolutiva più confacente all'attuale era digitale, non essendo richiesto inderogabilmente né il questionario su supporto cartaceo o *on line*, né la presenza fisica dell'addetto per ottenere le informazioni da parte dell'investitore e neppure il metodo dialogico oggi utilizzato invece che quello algoritmico.

Vi è d'altra parte da osservare come i questionari – che, come detto, assolvono alla funzione di raccogliere e documentare le informazioni ottenute dall'investitore – siano spesso interpretati, da intermediari e clienti, quasi come un mero e burocratico obbligo di legge da soddisfare e non come strumento strategico per cogliere le preferenze verso il rischio ed il profilo di rischio dell'investitore [54].

A ciò si aggiunga inoltre che nella letteratura economica e psicologica è molto discussa anche la questione concernente la natura dei quesiti e l'impostazione stessa del questionario che permettono all'intermediario di derivare il profilo di rischio del risparmiatore [55]. È appunto dibattuto se questo debba elaborare le informazioni raccolte considerando anche gli aspetti comportamentali e psicologici che influiscono sulle scelte di investimento dell'investitore o basarsi soltanto o prevalentemente su tecniche di analisi quantitativa che attingono all'impianto teorico della finanza classica e che quindi guardano al cliente come ad un agente economico puramente razionale [56].

La sensazione è che le tecniche *Big data analytics* che, come si è detto, poggiano molto sui dati *web* e *social* possano migliorare il processo di profila-

---

[54] E. CERVELLATI, F. PARRELLA, M. SPALLONE, *Una proposta di revisione dei questionari per la profilatura della clientela*, in *Riv. banc.*, 2013, 43 ss.

[55] Non vi è probabilmente bisogno di ricordare che se i parametri generali di riferimento (*i.e.*: esperienza e conoscenza in materia di investimenti; situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite; obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio) sono stabiliti dalla legge, la determinazione della *gamma delle informazioni* che devono essere raccolte presso i clienti è invece demandata alle imprese di investimento, che, dunque, hanno ampio margine nel delineare il tipo e la natura (economica, psicologica, comportamentale, ecc.) delle informazioni che intendono ottenere dagli investitori per comprenderne le caratteristiche essenziali (cfr. art. 54, secondo comma, Rd MiFID2). Osserverei del resto che proprio in questa prospettiva non si registrano interventi delle Autorità di vigilanza nella predisposizione di modelli *standard* di questionari di profilatura.

[56] N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, *Discussion Papers* Consob, Roma, 4, luglio 2012, 15 ss.; favorevoli ad una struttura del questionario attenta anche agli aspetti comportamentali E. CERVELLATI, F. PARRELLA, M. SPALLONE, (nt. 54), 43 ss.

tura neutralizzando, attraverso l'utilizzo degli algoritmi, i rischi di autovalutazione e di opportunismo che i tradizionali questionari ed il metodo dialogico implicano. Diviene anche plausibile pensare – pur trattandosi di questione estremamente complessa che postula competenze economiche, psicologiche ed informatiche estranee a chi scrive – che la profilatura automatizzata, in quanto basata su un algoritmo che potrebbe pesare e bilanciare meglio sia parametri razionali che psicologico-soggettivi, possa conciliare in termini più efficienti ed elastici le istanze della teoria finanziaria classica con quelle della finanza comportamentale che sofferma la propria attenzione sull'analisi delle inferenze osservate nei comportamenti umani per capirne le possibili implicazioni e ricadute.

La dialettica tra le due accennate esigenze potrebbe in realtà trarre beneficio dall'uso di algoritmi che, come si fa ormai notare da più parti, sono, tra l'altro, in grado di evolvere nel tempo sfruttando l'esperienza acquisita, di apprendere dai propri errori e di prendere decisioni sulla base di una elevata quantità di variabili, qualità che rendono le determinazioni assunte dal *software* algoritmico dotate addirittura di una certa discrezionalità tecnica [57].

Il questionario di profilatura tradizionale (ed il metodo dialogico che ne è alla base) è perciò uno dei mezzi (sicuramente il più diffuso) mediante cui ricostruire il profilo finanziario dell'investitore, ma non necessariamente l'unico. Si tratta quindi di una disciplina che si presta all'utilizzo del metodo algoritmico sulla base naturalmente di una libera scelta dell'investitore e del suo necessario consenso.

Da questo punto di vista non può allora sorprendere che il questionario tradizionale (cartaceo o *on line*) possa essere sostituito, ove l'interessato vi consenta, da una profilatura esclusivamente o parzialmente automatizzata che sia effettuata senza (o con parziale) coinvolgimento umano attraverso la raccolta dei dati personali dell'investitore, l'analisi automatizzata dei dati correlati e l'applicazione di tali correlazioni ad un determinato investitore [58].

---

[57] Cfr. G.P. La Sala, *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian e C. Sandei, Milano, Wolters Kluwer, 2020, 13 s.

[58] Il che del resto, a ben riflettere, non è poi così diverso da quanto già oggi avviene nel settore del credito (o meglio, del *peer to peer lending*), in cui la valutazione del merito di credito viene demandata ad algoritmi che sfruttano con metodi ottimizzanti tutti i dati presenti in rete (*Big data*) su ciascun richiedente credito. In tema v. G. Biferali, *Big data e valutazione del merito creditizio per l'accesso al* peer to peer lending, in *Diritto inf. e inform.*, 2018, 487 s., 501 ss., dove è precisato che «il rating [effettuato dai gestori delle piattaforme di social lending esclusi dal sistema informativo Centrale dei rischi] viene assegnato sulla base dei dati raccolti

Una soluzione questa che, tra l'altro, potrebbe anche incontrare il favore delle Autorità di vigilanza perché avrebbe il pregio di sottrarre alla discrezionalità degli intermediari il processo di profilatura così essenziale per la classificazione dei clienti e per la valutazione di appropriatezza e di adeguatezza e quindi decisivo per il corretto adempimento degli obblighi di comportamento degli intermediari attinenti al controllo di coerenza degli investimenti effettuati.

Se queste osservazioni possono condividersi, non può certo però nascondersi la complessità della vicenda. E non solo per il rilievo generale che, come si sa, la tecnologia è strutturalmente imperfetta e gli errori nella progettazione, nell'implementazione e nell'aggiornamento sono sempre possibili; ma perché se si può, verosimilmente, convenire sul fatto che le tecniche *Big data* siano uno strumento formidabile, per precisione di rilevazione e grado di dettaglio, per raccogliere e documentare le *informazioni oggettive* che riguardano l'investitore [59], sempre che, naturalmente, il profilatore disponga di una buona base dati di partenza, certamente più complicata e delicata appare la questione quando le informazioni da ottenere ed elaborare sono quelle, per così dire, *soggettive*, ossia quelle che postulano una qualche presa di posizione o indicazione esplicita da parte dell'investitore [60].

---

dai profili social dei richiedenti insieme ai dati relativi ai pagamenti effettuati mediante smartphone, allo stile di vita, alle relazioni, ai desideri e agli acquisti con carte di credito», attingendo quindi alle *alternative sources of data and alternative credit-scoring methodologies*; R. MENZELLA, *Il ruolo dei Big Data e il mobile payment*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale* (Quaderni di Ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia n. 87/2019), a cura di F. Maimeri e M. Mancini, 156 ss. Per una panoramica sulla diffusione anche nell'ambito dell'operatività delle banche (tradizionali e FinTech) della valutazione del merito di credito con tecniche *Big data*, cfr. F. MATTASSOGLIO, *La valutazione del merito di credito e l'innovazione tecnologica*, in *Fintech*, a cura di M.T. Paracampo, 2° vol., Torino, Giappichelli, 2019, 200 ss.

[59] Si pensi ad esempio ai dati sulla *consistenza patrimoniale* (fonti di reddito, liquidità, beni mobili ed immobili) o a quelli sulle *conoscenze ed esperienze* del cliente (natura, volume, frequenza, rendimenti delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente ed il periodo durante il quale sono state eseguite) o ancora a quelli sul *livello di istruzione e professione*. L'intermediario, ad esempio, invece di chiedere ai clienti se reputano di disporre di fondi sufficienti per effettuare investimenti o di chiedergli di fornire informazioni concrete sulle loro fonti di reddito o se hanno in essere passività, potrebbe ricavare, più oggettivamente, tali dati direttamente o indirettamente dai conti di pagamento (guardando ad esempio agli eventuali flussi cedolari o al risparmio mensile che si è in grado di realizzare o alle causali delle disposizioni) o dai *dossier* titoli degli investitori resi accessibili agli intermediari preposti alla profilatura.

[60] Si pensi agli *obiettivi di investimento* che vengono normalmente ricavati dalle risposte che il cliente dà circa le proprie finalità dell'investimento (e cioè se preferisce conservare, proteggere o far crescere il proprio capitale) o alle sue esigenze di liquidità, oppure al c.d. *holding period* che coincide con il tempo per cui l'investitore desidera conservare il proprio investi-

Qui l'intermediario invece di chiedere all'investitore tali circostanze e di basarsi sulle sue risposte, potrebbe ricavare tali informazioni 'inferendole', secondo le tecniche sopra descritte, dai dati personali (età, fattore generazionale, ambiente in cui si vive), attitudinali e comportamentali da lui rilasciati nella rete (da cui si possa desumere, ad esempio, con una certa sicurezza che l'investitore intende pianificare una vacanza nella meta dei suoi sogni piuttosto che acquistare una casa o un automobile o sostenere i figli agli studi o realizzare una pensione integrativa), risolvendo così anche eventuali incoerenze ed inesattezze che dovessero presentarsi tra informazioni inferite tra loro contraddittorie.

In questi casi, ammettendo la possibilità di inferire queste circostanze attraverso gli algoritmi, basati, come detto, sui risultati dell'analisi informatica di ampi *set* di dati, la vera questione è se sia preferibile dedurre queste informazioni derivandole dai dati e dall'analisi comportamentale fondata sugli algoritmi e sull'intelligenza artificiale, con quella ineliminabile componente di arbitrarietà, di malfunzionamento e di opacità che è propria di queste tecniche, anche quando costruite con metodo scientifico, oppure attenersi alle risposte degli investitori che possono però risultare poco affidabili, ove questi non vogliano svelare la propria situazione finanziaria o sopravvalutino il proprio livello di conoscenze finanziarie o siano reticenti perché non ammettono la propria ignoranza [61] oppure perché rispondano in modo svogliato e sbrigativo alle insistenti domande contenute nei questionari di profilatura, atteso altresì che, come è noto, l'investitore italiano medio si caratterizza per un basso livello di *financial literacy* [62].

---

mento oppure si pensi altresì alle risposte fornite circa la sua *reazione emotiva* ai movimenti di mercato e se detta reazione è tale da indurlo a disinvestire o a conservare l'investimento effettuato.

[61] Segnalano queste distorsioni N. LINCIANO, P. SOCCORSO, (nt. 56), 25.

[62] In linea con le rilevazioni degli anni precedenti, la Consob ha osservato che nel 2019 (V Rapporto sulle scelte finanziarie delle famiglie italiane, Roma, 2019, 5 ss.) la conoscenza delle nozioni finanziarie degli italiani si conferma molto contenuta. Il 21% degli intervistati non conosce nessuna delle nozioni di base (inflazione, relazione rischio/rendimento, diversificazione, caratteristiche dei mutui, interesse composto) e delle nozioni avanzate (riferite ai titoli obbligazionari); solo il 12% mostra padronanza di quattro dei sette concetti presentati; solo il 2% definisce correttamente tutte le nozioni. Con riferimento alla consapevolezza del proprio livello di conoscenze finanziarie, in media il 34% del campione mostra un disallineamento (*mismatch*) fra conoscenze reali e conoscenze percepite *ex ante* (ossia prima della verifica puntuale delle nozioni prima menzionate), che si traduce in una sovrastima (*upward mismatch*) nel 14% dei casi e in una sottostima (*downward mismatch*) nel rimanente 20%. Il divario tra conoscenze reali e valutazione *ex post* (ossia successiva alla verifica puntuale delle nozioni prima menzionate) mostra invece una sovrastima della propria cultura finanziaria nel 28% dei casi. Gli inter-

La questione chiave appare in definitiva ruotare intorno al sistema migliore per conoscere il cliente: da un lato la relazione umana tra il cliente e l'addetto dell'intermediario; dall'altro la conoscenza che può essere acquisita attraverso il mondo digitale e le procedure automatizzate ed algoritmiche, in cui dai dati si ricavano i comportamenti e viceversa e quindi in definitiva le attitudini e le caratteristiche finanziarie degli investitori.

D'altra parte, l'alternativa potrebbe anche non essere così netta, in quanto è più che plausibile che la profilatura automatizzata possa costituire una base di partenza oggettiva di informazioni sulla quale aprire il confronto/intervista tra intermediario ed investitore oppure la dinamica potrebbe essere ribaltata: utilizzando, al contrario, il trattamento automatizzato dei dati come verifica di coerenza delle informazioni rilasciate dall'investitore. È verosimile infatti che oggi lo stato della tecnica non consenta ancora una profilatura algoritmica "pura" che, da sola, senza cioè l'intervento umano sia pur minimo, permetta di comprendere perfettamente le effettive conoscenze e propensioni dell'investitore; nondimeno non sembra potersi dubitare, per quanto sopra detto, che le tecniche *Big data* anche in questo ambito possano già oggi apportare indiscutibili vantaggi all'investitore.

5. *Profili di* Data protection.

Ne risulta un discorso che – al di là della sua plausibilità tecnica e giuridica che non sembra revocabile in dubbio – pare quindi potersi incentrare sulla *volontà* e sul *consenso specifico* dell'investitore alla profilatura algoritmica.

E ciò invero in una duplice prospettiva: da un lato, come si è già accennato, il consenso dell'investitore è necessario affinché il suo profilo MiFID sia ricostruito (totalmente o parzialmente) con tecniche algoritmiche di raccolta ed elaborazione dei dati personali, poggiando ovviamente sulla capacità dell'intermediario di disporre o di avvalersi di procedure e tecniche siffatte e a condizione, si intende, che la profilatura algoritmica assicuri, al pari dei questionari, il rispetto del canone della *know your customer rule* in un quadro di comple-

---

vistati si connotano anche per un basso livello di *numeracy*, come si evince dal fatto che il 54% del campione non è in grado di eseguire un semplice calcolo percentuale.

Una ricerca del 2018 edita da Banca d'Italia (A. Di Salvatore, F. Franceschi, A. Neri, F. Zanichelli, *Measuring the financial lieracy of the adult population: the experience of Banca d'Italia*, Roma, 2018, 7) aveva già rilevato un *gap* sostanziale fra il nostro Paese ed il resto dell'area Ocse quanto al livello di conoscenze di base dei temi legati alla finanza personale, al risparmio e agli investimenti: il 30% degli italiani ha raggiunto un livello di conoscenza di questi aspetti della propria economia domestica adeguato, contro una media Ocse del 62%.

tezza, accuratezza ed aggiornamento dei dati e delle informazioni; e, dall'altro, come consenso idoneo per autorizzare la profilazione algoritmica in ambito *Data protection* [63].

Un consenso che, come si dirà più avanti, per non essere vacuo deve peraltro essere preceduto da una adeguata informativa preventiva almeno sulle modalità e sulla logica che sono alla base del trattamento di profilazione algoritmica.

Si delinea in tal modo, conviene ribadirlo, un meccanismo in cui l'investitore presta il proprio specifico consenso all'intermediario affinché questo possa effettuare la profilatura, avvalendosi dei dati utili dell'investitore raccolti ed elaborati con strumenti algoritmici da operatori a ciò preposti e, nel contempo, il medesimo consenso [64] legittima la profilazione automatizzata sotto il profilo della protezione dei dati ai sensi del GDPR [65].

---

[63] D'altronde, va ricordato che anche la raccolta di dati MiFID costituisce a tutti gli effetti un trattamento di dati personali ai sensi dell'art. 4, n. 2, del GDPR. Si tratta tuttavia di un trattamento che non richiede il consenso dell'interessato perché la mera raccolta dei dati personali (senza elaborazione o valutazione automatizzata degli stessi) costituisce, a mente dell'art. 6, primo comma, lett. c), del GDPR, un'ipotesi di trattamento «per adempiere un obbligo legale al quale è soggetto il titolare del trattamento». In altri termini, si verte in un caso in cui l'intermediario è esentato dal raccogliere il consenso del cliente perché le informazioni MiFID devono essere acquisite per adempiere, appunto, all'obbligo legale *ex* art. 21, primo comma, lett b), T.U.F. di ottenere le informazioni dai clienti (conf. sul punto R. MOTRONI, *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. econ. trasp. e ambiente*, 2015, 442).

[64] Dando per acquisito che qui per consenso deve intendersi «qualsiasi manifestazione di volontà libera, specifica, informata e inequivocabile dell'interessato, con la quale lo stesso manifesta il proprio assenso, mediante dichiarazione o azione positiva inequivocabile, che i dati personali che lo riguardano siano oggetto di trattamento» (art. 4, n. 11, Reg. GDPR). Sulla 'specificità del consenso' dell'utente il quale «deve riferirsi precisamente al trattamento dei dati interessati e non può essere desunto da una manifestazione della volontà avente un oggetto distinto», v. Corte di Giustizia UE, 1 ottobre 2019, causa C-673/17, leggibile all'indirizzo Internet www.curia.europa.eu. E dando altresì per acquisito che ormai le nuove sofisticate tecnologie hanno stravolto l'originaria nozione di *privacy*, non più da intendersi semplicemente come "*right to be let alone*", ma come «diritto di mantenere il controllo sulle proprie informazioni» in relazione alle finalità per le quali i dati sono legittimamente trattati (S. RODOTÀ, *Tecnologie e diritti*, Bologna, Il Mulino, 1995, 122; considerando 7, Reg. GDPR; v. anche *infra* nt. successiva). Giova anche avvertire che in questo ambito al principio del consenso fa da complemento quello c.d. della "*minimizzazione dei dati*" che richiede che i dati raccolti e trattati siano adeguati, pertinenti e limitati a quanto necessario rispetto alle finalità del trattamento (art. 5, primo comma, lett. c, Reg. GDPR).

[65] Sono note peraltro le criticità del rapporto tra il consenso dell'interessato e la protezione dei propri dati e l'argomento è troppo ampio per poter essere qui affrontato con l'attenzione che meriterebbe. Può tuttavia essere sufficiente osservare che lo schema che affida in via esclusiva il

L'onere precontrattuale (o contrattuale, se assolto in pendenza di contratto per l'aggiornamento o la modifica dei dati) dell'investitore di fornire le informazioni necessarie all'intermediario – oggi basato, come si è detto, sulla dinamica dialogica della domanda-risposta propria dei questionari tradizionali di profilatura – verrebbe così ad essere sostituito, sulla base di un'autorizzazione del cliente, di una sua libera scelta, da un sistema di acquisizione dei dati esterno all'investitore, da un analisi automatizzata di tali dati per individuare correlazioni e dall'applicazione di tali correlazioni all'investitore per valutare e definire le caratteristiche finanziarie che interessano ai fini MiFID. In tal modo sarebbe parimenti assolto il correlativo obbligo dell'intermediario di ottenere le informazioni necessarie funzionali, come già detto, alla definizione del profilo di rischio dell'investitore ed alla valutazione di appropriatezza e di adeguatezza.

Se così è, si potrebbe anche dire che è plausibile ricondurre la profilatura algoritmica nell'ambito della c.d. *profilazione automatizzata* prevista dal Re-

---

controllo (formale) sui propri dati al *consenso* dell'interessato è oggetto di opinioni contrastanti. È stato sostenuto – è d'uopo ricordarlo almeno incidentalmente – come il consenso rappresenti uno strumento altamente inefficiente per la protezione dei dati, mentre un più adeguato e sostanziale controllo sui dati potrebbe essere assicurato attraverso la "*contrattualizzazione*" o "*negoziazione*" dei dati medesimi (cfr. AA. VV., *Il FinTech e l'economia dei dati (Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici. Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori)*, in *Quaderni FinTech della Consob*, 3, 2018, 29 ss.). In effetti non solo la prassi ma anche le norme tendono ormai a ricondurre in ambito contrattuale l'ipotesi (c.d. "*services for data*"), in cui l'operatore economico fornisce contenuti o servizi digitali al consumatore e quest'ultimo si impegna a fornire all'operatore economico i propri dati personali (che non possono comunque «essere considerati una merce»), lasciando intatta la possibilità che il consumatore corrisponda un prezzo per i servizi ricevuti anziché i propri dati personali (v. art. 3 e considerando 24, direttiva UE 2019/770 del 20 maggio 2019; *European Data Protection Supervisor, Opinion 8/2016 – EDPS Opinion on coherent enforcement of fundamental rights in the age of big data*, 23 September 2016). Il punto è del resto da tempo enfatizzato anche in ottica sociologica, v. S. ZUBOFF, *Il capitalismo della sorveglianza. Il futuro dell'umanità nell'era dei nuovi poteri*, Roma, Luiss, 2019 (trad. italiana): l'Autrice, tra i primi, ha messo in luce come la cessione dei dati dei singoli utenti di Internet non sia affatto gratuita ma avviene a fronte dell'utilizzo dei servizi prestati dai fornitori. E non vi è bisogno di ricordare che il ciclo si conclude poi attraverso lo scambio di servizi di *data analytics* (realizzati dagli operatori che raccolgono ed elaborano i dati, i cc.dd. *data broker*) contro un corrispettivo che viene pagato dagli utilizzatori della profilatura per finalità proprie (utilizzatori che nel nostro caso potrebbero essere gli intermediari del mercato mobiliare). In chiave filosofica (e critica rispetto al 'capitalismo della sorveglianza') si è di recente prospettata la tesi di istituire un '*webfare*', ossia un *welfare* digitale che potrebbe finanziare il *welfare* del XXI secolo attraverso la tassazione delle plusvalenze delle piattaforme digitali. E ciò a fronte della nostra 'mobilitazione' sul *web*, ossia della incessante e a volte involontaria produzione gratuita di dati sul *web* effettuata dagli utenti, cfr. M. FERRARIS, *Documanità (filosofia del mondo nuovo)*, Bari, Laterza, 2021, 33, 325 ss.

golamento GDPR, ossia nel trattamento algoritmico di dati personali dell'investitore al fine di analizzare e valutare le sue caratteristiche, posizioni personali, preferenze ed i suoi comportamenti per ricostruirne il profilo finanziario ai fini MiFID. Ai sensi dell'art. 4, n. 4 del Reg. GDPR, infatti, per "*profilazione*" si intende: «Qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta persona fisica» [66].

La profilazione GDPR – per quanto più generale, non obbligatoria e utilizzata per finalità diverse, normalmente di *marketing*, rispetto a quella finanziaria – sembra poter comprendere, per contenuti e modalità, anche la profilatura MiFID algoritmica che risulta così soggetta alle norme del GDPR che disciplinano il trattamento automatizzato di dati [67].

Anche se, al riguardo, si potrebbe osservare – sia consentito notarlo in termini del tutto stilizzati – che il GDPR è pensato per i dati personali ottenuti direttamente dagli interessati sulla base del loro consenso e per finalità specifiche, mentre in ambito *Big data analytics* la profilazione può avvenire utilizzando i dati individuali ma anche i dati aggregati derivanti dai dati personali individuali aggregati e gli scopi non sono sempre individuati dall'inizio ma emergono in funzione delle correlazioni algoritmiche che si stabiliscono tra i dati. In questo senso il GDPR potrebbe risultare, almeno in via di prima ap-

[66] È d'uopo rammentare che "*trattamento*" è «qualsiasi operazione o insieme di operazioni, compiute con o senza l'ausilio di processi automatizzati e applicate a dati personali o insiemi di dati personali, come la raccolta, la registrazione, l'organizzazione, la strutturazione, la conservazione, l'adattamento o la modifica, l'estrazione, la consultazione, l'uso, la comunicazione mediante trasmissione, diffusione o qualsiasi altra forma di messa a disposizione, il raffronto o l'interconnessione, la limitazione, la cancellazione o la distruzione» (art. 4, n. 2, Reg. GDPR). La profilazione deve implicare una qualche forma di trattamento automatizzato, sebbene il coinvolgimento umano non comporti necessariamente l'esclusione dell'attività dalla definizione. Il considerando 24 del GDPR specifica ulteriormente che per stabilire se si è in presenza di una profilazione «è opportuno verificare se le persone fisiche sono tracciate su internet (…)».

[67] F. MATTASSOGLIO, *La profilazione dell'investitore nell'era dei big data*, in *Riv. trim. dir. econ. (supplemento n. 1)*, 2016, 248 ss.; in una prospettiva che tende a disarticolare il profilo della gestione dei dati nel rapporto tra impresa Fintech e utente dal tema più ampio della *Big data analytics*, cfr. AA.VV., *Il FinTech e l'economia dei dati*, (nt. 65), 19 ss., ove si ribadisce che il regolamento GDPR è interamente applicabile anche ai trattamenti effettuati per rendere servizi finanziari per via telematica. V. anche il considerando 72 del GDPR secondo cui «la profilazione è soggetta alle norme del presente regolamento che disciplinano il trattamento dei dati personali, quali le basi giuridiche del trattamento o i principi di protezione dei dati».

prossimazione, non adeguato se non addirittura carente per disciplinare il fenomeno *Big data* [68]. Tuttavia, si può per converso notare che il GDPR, nono-

[68] Sul problematico rapporto tra i principi del GDPR sui dati personali ed i *Big data* ed i 'dati inferiti' (che, come detto, non sono necessariamente dati personali), cfr. D. MULA, *Big data vs Data privacy*, (nt. 21), 355 ss.; A. FEDI, *Big data, il Gdpr non è sufficiente: l'uso delle informazioni si perde nel mare magnum*, reperibile al seguente indirizzo Internet: www.corrierecomunicazioni.it, 2019 (consultato il 15 dicembre 2020); F. PIZZETTI, *"Dati inferiti", regolarne l'uso per tutelare le persone: la nuova frontiera della privacy* (26 febbraio 2019), reperibile al seguente indirizzo Internet: www.agendadigitale.eu (consultato il 15 dicembre 2020); ma soprattutto l'Indagine Conoscitiva sui *Big data*, (nt. 20), 48 ss., il cui intero capitolo 4 è dedicato alle interrelazioni tra il fenomeno dei *Big data* e la disciplina di protezione dei dati personali. Qui il Garante per la protezione dei dati personali prospetta un approccio *win-win*, nel senso che ai rischi dei *Big data* risponde con una rinforzata strategia di protezione dei dati personali, non nella logica dell'*aut-aut* (vale a dire della contrapposizione) ma in quella dell'*et-et* (o se si vuole, appunto, del *win-win*). I *Big data* richiedono insomma nuove strategie di protezione: queste, tuttavia, vanno ricercate, ad avviso dell'Autorità, con i dovuti aggiustamenti, nella stessa disciplina di protezione dei dati. V. anche G. SARTOR (*Panel for the Future of Science and Technology*), *The impact of the General Data Protection Regulation (GDPR) on artificial intelligence*, *Study European Parliamentary Research Service*, 2020, 79 ss., reperibile al seguente indirizzo Internet: www.euriparl.europa.eu: lo studio sostiene che l'intelligenza artificiale può essere utilizzata in modo coerente con il GDPR, ma anche che il GDPR non fornisce una guida sufficiente e che le sue prescrizioni devono essere ampliate e concretizzate. Osserverei ancora che è vero che le tecniche di analisi algoritmica si compongono non solo di dati personali, ma anche di dati di origine personale ma resi anonimi e dati desunti come i *machine generated data*, ma è altrettanto vero che i modelli di *Big data analytics* permettono, anche grazie alle aumentate capacità di calcolo, di ricostruire dati personali indipendentemente dal loro originario rilascio e di risalire all'identità del soggetto muovendo da dati anonimizzati, rendendo così forse superata la distinzione tra dati personali e non personali (M. DELMASTRO, A. NICITA, *Big Data*, (nt. 20), 36; D. MULA, *Elaborazione e sfruttamento dei dati mediante algoritmi,* in *La circolazione dei dati. Titolarità, strumenti negoziali, diritti e tutele,* a cura di A.M. Gambino e A. Stazi, Pisa, Pacini Giuridica, 2020, 134 ss.; Indagine Conoscitiva sui *Big data*, (nt. 20), 60 ss.). Cfr. anche il considerando 9 del Regolamento UE 2018/1807 del 14 novembre 2018 relativo alla libera circolazione dei dati non personali nell'UE, secondo il quale «se i progressi tecnologici consentono di trasformare dati anonimizzati in dati personali, tali dati sono trattati come dati personali e si applica di conseguenza il regolamento 2016/679 GDPR». La tecnologia, in altre parole, può rendere oggi un dato anonimizzato e domani renderlo nuovamente dato personale. Ai limitati fini che qui interessano conviene altresì sottolineare che anche le tecniche di pseudonimizzazione (art. 4, n. 4 del GDPR) non permettono di considerare i dati pseudonimizzati come dati anonimi (e quindi non personali) che restano così soggetti alla disciplina del GDPR (considerando 26 e art. 25, primo comma). In questa ottica si comprende infine anche l'opinione del Gruppo di Lavoro articolo 29 per la protezione dei dati (17/IT WP 251 rev.01), *Linee Guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del regolamento GDPR*, versione adottata 6 febbraio 2018, 10, 16, disponibile in Internet all'indirizzo www.privacytop.it (consultato il 15 dicembre 2020), secondo cui i dati 'derivati' o 'desunti' sono dati 'personali' nuovi non forniti direttamente dagli interessati. Questo concetto ampio di dati personali si basa sull'idea che nel caso di infe-

stante non si occupi direttamente di *Big data* [69], prevede disposizioni applicabili a tali ipotesi, a cominciare appunto dalla profilazione, volte a fronteggiare i potenziali rischi derivanti da processi automatizzati e a tutelare i diritti fondamentali degli interessati.

Ma tornando alla profilatura algoritmica, ove questa implichi una decisione completamente automatizzata, troverà applicazione l'art. 22 del GDPR che non vieta in termini assoluti tale pratica ma presuppone l'adozione di cautele aggiuntive a tutela di chi vi è sottoposto [70].

La persona sottoposta ad una profilazione *interamente* automatizzata, «che produce effetti giuridici che la riguardano o che incide in modo analogo significativamente sulla sua persona», ha *il diritto di opporsi* a tale trattamento e di non esservi sottoposta (art. 22, primo comma, Reg. GDPR).

Tuttavia la disposizione testé citata non si applica quando la decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato: *i*) sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e il titolare del trattamento; *ii*) sia autorizzata dal diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento; *iii*) si basi sul consenso esplicito dell'interessato (art. 22, secondo comma, Reg. GDPR) [71].

---

renza automatizzata (profilazione) le persone interessate hanno il diritto di accedere sia ai dati inseriti che alle conclusioni (finali o intermedie) automaticamente dedotte da tali dati (G. SARTOR, cit., 38, 80).

[69] Il considerando 91 del Reg. GDPR in realtà prescrive l'applicazione delle disposizioni del GDPR anche ai trattamenti su *larga scala*, definiti come trattamenti riguardanti una notevole quantità di dati personali a livello regionale, nazionale e sovranazionale che potrebbero incidere su un vasto numero di interessati e presentare potenzialmente, data la loro sensibilità, un rischio elevato per i diritti delle persone fisiche. I *Big data* rientrano quindi nella definizione di trattamento su larga scala.

[70] Esempi testuali di decisioni basate su processi unicamente automatizzati sono il rifiuto automatico di una domanda di credito *on line* o pratiche di assunzione elettronica senza interventi umani (considerando 71, Reg. GDPR). La decisione automatizzata e la profilazione a volte coincidono, altre volte sono separate. Può accadere che una decisione automatizzata venga presa senza aver creato un profilo dell'individuo e, al contrario, che una decisione automatizzata possa trasformarsi in profilazione se la decisione è il risultato di una elaborazione e di una valutazione di alcune caratteristiche del soggetto profilato.

[71] Nei casi *sub i*) e *iii*) all'interessato sottoposto ad una decisione basata unicamente su un processo automatizzato spetta comunque il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione (art. 22, terzo comma, Reg. GDPR). Neppure è da trascurarsi che la profilazione algoritmica (anche quella utilizzata per individuare le correlazioni) potrebbe presentare lacune: in tali casi all'interessato spetta il diritto di rettifica dei dati personali nonché il diritto di ottenere l'integrazione dei dati incompleti, anche fornendo una dichiarazione integrativa (art. 16 Reg. GDPR), così Gruppo di Lavoro articolo 29 per la protezione dei dati (17/IT WP 251 rev.01), (nt. 68), 19.

In proposito, è opportuno osservare come, al di là della seconda ipotesi che esula dal presente ambito, la prima eccezione si riferisca al caso in cui la profilazione unicamente automatizzata sia "*necessaria*", quindi indispensabile, per la conclusione o l'esecuzione del contratto: nel nostro caso non sembra sussistere questo rapporto di imprescindibilità tra la profilatura 'algoritmica' ed il contratto di investimento [72]. Mentre invece la terza eccezione, basata sulla *manifestazione esplicita del consenso dell'investitore*, è quella che può legittimare questo tipo di profilatura.

Vi è comunque da notare come alla profilatura interamente automatizzata si accompagni, in ragione dei maggiori rischi ed interferenze sui diritti degli interessati, una tutela informativa rafforzata rispetto a quella ordinaria.

Si allude – sul punto si tornerà più avanti – non solo ai diversi obblighi che gravano sul titolare del trattamento automatizzato e che impongono a quest'ultimo di fornire all'interessato – anche quando i dati non siano ottenuti presso l'interessato – informazioni ulteriori rispetto a quelle previste per ogni tipo di trattamento e, segnatamente, sull'*esistenza della profilazione automatizzata*, sulla *logica* di funzionamento utilizzata, sull'*importanza* e sulle *conseguenze* che il trattamento avrà per l'interessato (art. 13, secondo comma, lett. f), art. 14, secondo comma, lett. g), art. 15, primo comma, lett. h), Reg. GDPR), ma anche alla circostanza che l'interessato dovrà essere informato se i dati acquisiti saranno impiegati per elaborazioni con tecniche legate ai *Big data* (principio di trasparenza *ex* art. 5 GDPR).

6. *Tutela dell'investitore: presidi informativi ed organizzativi.*

Questi rilievi possono ulteriormente confermare l'idea che la profilazione algoritmica – pur meritando ulteriore attenzione dal punto di vista tecnico della *data science* in ordine ai modelli operativi che potranno essere sviluppati – sia non solo legittima ma anzi auspicabile se tesa a favorire il migliore adempimento della *know your customer rule* ed il più generale principio di corret-

[72] Almeno fintantoché la nozione di *necessità* sia interpretata in modo restrittivo. Infatti, anche la circostanza che siffatta profilazione riduca le possibilità di errore umano o che consenta di prendere decisioni in tempi brevi o di migliorare l'efficienza non appare da sola condizione sufficiente per dimostrare che tale tipo di trattamento 'automatizzato' sia necessario per la conclusione o l'esecuzione del contratto d'investimento tra il cliente e l'intermediario, v. Gruppo di Lavoro articolo 29 per la protezione dei dati (17/IT WP 251 rev.01), (nt. 68), 14. Per il momento un rapporto di funzionalità necessaria sussiste solo, come ampiamente rilevato, tra la 'profilatura tradizionale' ('non algoritmica') e la conclusione del contratto di investimento.

tezza nella prestazione dei servizi di investimento, ferma restando, si intende, la qualità e l'accuratezza dei dati raccolti e la necessaria mitigazione dei rischi che l'utilizzo di queste tecniche non deve comunque trascurare.

D'altra parte questo tipo di profilatura non sembra mettere a rischio la capacità dell'investitore di effettuare scelte consapevoli perché comunque resta destinatario dei consueti obblighi informativi; e anzi quelle informazioni che, come si è detto, vengono oggi trasmesse al cliente, in modo standardizzato e impersonale, potrebbero essere indirizzate ai clienti in modo più granulare, differenziato e con un'offerta di prodotto maggiormente personalizzata [73].

Ma la questione, come ogni altra questione giuridica, va affrontata, almeno per rapidi richiami, anche in termini di disciplina applicabile.

Si tratta di domandarsi, vista anche la rilevanza pratica della questione, se sul piano delle regole applicabili agli intermediari, queste nuove tecniche richiedano una tutela rafforzata del cliente profilato e se l'intermediario debba adottare presidi organizzativi particolari, secondo la nota logica consolidatasi con MiFID2 (ma di risalente tradizione civilistica), per la quale la tutela dell'investitore, prima ancora che informativa, è ormai sempre affidata a misure e procedure organizzative di controllo [74].

---

[73] Su questo diverso (ancorché simmetrico) risvolto della vicenda, ossia l'utilizzo delle tecniche *Big data analytics* al fine di fornire (oltre che di acquisire) informazioni ritagliate sulle specifiche caratteristiche dell'investitore profilato, v. l'analisi di F. DI PORTO, *Dai big data la sfida alla regolazione degli obblighi informativi nel settore finanziario. Le disclosure mirate*, in *MiFID II Innovazione finanziaria e rapporti con la clientela*, a cura di E. Capobianco e F.G. Viterbo (in corso di pubblicazione), reperibile al seguente indirizzo Internet: https://www.researchgate.net/publication/337153752; ID., *Big Data e scienze cognitive: ripensare la disclosure regulation nel settore finanziario*, in *Fintech* a cura di M.T. Paracampo, Torino, Giappichelli, 2017, 119 ss. L'Autrice mette in luce come la *disclosure* 'tradizionale' sia oggi una strategia regolatoria in affanno, e ciò per il concorrere di due fattori: l'apporto delle scienze cognitive e le innovazioni prodotte dalla c.d. 'rivoluzione Big data'. Al tema è anche dedicato lo scritto di R. CARATOZZOLO, *La personalizzazione dell'offerta di prodotti e servizi finanziari: alcune considerazioni sugli effetti nei rapporti tra intermediari e clienti*, in *Riv. dir. banc.*, I, 2020, 1 ss., che, tra l'altro, osserva come «la posizione del cliente non sia solo quella di fonte di dati da 'estrarre' ma di soggetto che attraverso il processo decisionale mediato dagli algoritmi influenza la produzione e la commercializzazione di beni e servizi» (p. 22).

[74] Non si può qui, neppure brevemente, richiamare il tema del rapporto tra regole di condotta (informative) e regole organizzative, tanto l'argomento risulta oramai noto ed acquisito; basti ricordare che il nuovo quadro normativo *post* MiFID1 presenta un dato che sembra ormai indiscutibile, ossia che: (*i*) la corretta predisposizione dei presidi organizzativi costituisce presupposto necessario per il corretto adempimento delle regole di condotta (v., tra i primi a rilevarlo in termini nitidi, B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle cc.dd rimodulazioni*, leggibile all'indirizzo Internet *IlCaso.it*, documento n. 168/2009, 5

Qui sembrano saldarsi le esigenze sottese alla disciplina MiFID con quelle sulla protezione dei dati personali. Per quanto previste per finalità diverse, sembrano infatti poter convergere nel prescrivere una tutela informativa ed organizzativa dell'investitore algoritmicamente profilato.

Non vi è dubbio che l'intermediario abbia il dovere di spiegare all'investitore che la profilatura è posta in essere con tecniche algoritmiche e quale sia l'esatta estensione dell'intervento umano o i casi e le modalità con cui il cliente può chiedere l'interazione umana, nonché di informarlo adeguatamente sull'utilizzo dei suoi dati e sulle specifiche finalità della profilatura [75]. Il punto attiene alla fase pre-contrattuale del rapporto con il cliente ma inerisce pur sempre agli obblighi di correttezza e informativi che gravano sull'intermediario nel corso dell'intero processo di investimento e per tutta la durata del contratto di investimento [76].

---

ss.; in termini più generali e con riferimento al rapporto obbligatorio già L. MENGONI, *Obbligazioni "di risultato" e obbligazioni "di mezzi" (Studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, 366, ora in *Scritti II. Obbligazioni e negozio* a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 154 e 165): esemplare in questo senso è la previsione di cui all'art. 88 RI a mente della quale «gli intermediari adottano, applicano e mantengono procedure idonee a garantire l'adempimento degli obblighi di correttezza e trasparenza nella prestazione di ciascun servizio e attività di investimento»); *ii*) l'introduzione (con MiFID2) della c.d. regola di *product governance* (art. 21, comma 2-*bis*, TUF) che si pone (prima ancora che come regola di comportamento) come inderogabile regola organizzativa, conferma ulteriormente che l'adempimento delle regole di condotta deve essere anticipato a livello organizzativo (per più ampi riferimenti sul tema sia consentito rinviare al mio Product governance *e* product intervention *nella MiFID2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari ?*, (nt. 5), 671 ss., specif. 685 ss.); (*iii*) gli assetti organizzativi e procedurali degli intermediari non hanno più soltanto rilevanza interna e pubblicistica ma assumono ora rilevanza esterna e privatistica, nel senso che la violazione dell'obbligo di dotarsi di risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività rileva non solo sul piano della responsabilità amministrativa ma ha una diretta incidenza sul piano civilistico dei rapporti tra intermediari e clienti (G. SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari,* in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. de Mari, Padova, Cedam, 2009, 20 ss.; per la rilevanza della disciplina dell'organizzazione anche sul piano delle relazioni con la clientela v. anche A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza"?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, 20 ss.; v. già M. RABITTI, *Rischio organizzativo e responsabilità degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2004, 57 s.).

[75] La vicenda, del resto, è stigmatizzata negli stessi termini dall'Esma che, con specifico riferimento alla consulenza automatizzata, da un lato, richiede che le imprese di investimento informino i clienti quando raccolgono informazioni sui clienti da fonti diverse dai questionari e, dall'altro, spieghino agli investitori qual è e se vi è un contributo umano nell'attività prestata (Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 20).

[76] Il fondamento normativo può rintracciarsi, senza necessità di indugiare troppo sul punto

E ciò di nuovo avviene, in termini persino più evidenti, quando il GDPR prescrive che il titolare del trattamento deve essere trasparente, cioè deve informare gli interessati dell'esistenza di una decisione basata sul trattamento di dati automatizzato comprendente la profilazione. Nell'informativa devono, quindi, essere esplicitate le modalità e le *finalità* della profilazione. Inoltre, deve essere chiarita la *logica* cui risponde il trattamento automatizzato dei dati e le *conseguenze* previste per l'interessato a seguito di tale tipo di trattamento, intendendo in tal senso i criteri utilizzati per giungere alla decisione (art. 13, secondo comma, lett. f), art. 14, secondo comma, lett. g), art. 22 GDPR e considerando 63 e 71) [77].

Più opinabile invero e di difficile attuabilità è la questione se debba essere necessariamente fornita una spiegazione complessa e una divulgazione completa dell'algoritmo alla base della profilatura [78].

A parere di chi scrive una *disclosure* piena sui contenuti specifici e sul concreto funzionamento dell'algoritmo trova due limiti difficilmente superabili.

Da un lato gli algoritmi sono normalmente come delle *blax boxes*, descrivibili essenzialmente nel loro comportamento esterno, senza che il loro funzionamento possa essere reso in concreto accessibile, attesa la loro complessità, e senza che sia conoscibile il campione di dati attraverso cui l'algoritmo

---

nell'art. 21, primo comma, lett. a), b) e c), TUF, con la precisazione che l'*aggiornamento* della profilatura in corso di rapporto assurge ad obbligazione contrattuale e non più pre-contrattuale.

[77] Per una dettagliata indicazione delle fonti che stabiliscono obblighi informativi a favore degli interessati quando i loro dati personali vengono trattati nell'ambito di processi elaborativi legati all'utilizzo dei *Big data*, cfr. D. MULA, *Big data vs Data privacy*, (nt. 21), 359 ss.; e v. ancora per un esplicito riferimento a questa tematica l'Indagine Conoscitiva sui *Big data*, (nt. 20), 58 ss.

[78] Mi riferisco, come evidente, all'ampio dibattito sulla misura del "*diritto alla spiegazione*" dell'algoritmo utilizzato. Solo pochi, tuttavia, sostengono che vi sia l'obbligo per i responsabili del trattamento di rivelare gli algoritmi effettivamente utilizzati, la ponderazione reale dei dati dell'interessato ed i dati di altri interessati utilizzati nella profilazione. Per ogni riferimento bibliografico a questa discussione rinvio a B. CUSTERS, *Profiling As Inferred Data*, (nt. 37), 3 s. D'altronde il principio della trasparenza impone che le informazioni agli interessati siano facilmente accessibili e soprattutto di facile comprensione (cfr. art. 44 Rd MiFID2 e considerando 58, Reg. GDPR). La questione in realtà non sembra porsi in modo troppo dissimile rispetto a come si è già posta per l'algoritmo alla base della c.d. consulenza automatizzata, in argomento cfr. AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, (nt. 47), 67 ss., 80 s., dove si è ventilato il parallelo con quanto previsto in materia di trasparenza delle metodologie adottate dalle agenzie di *rating*. Per una impostazione che va oltre il tema della trasparenza informativa, v. R. CARATOZZOLO, (nt. 73), 22 s., che riprende le ipotesi ricostruttive che tendono a far rientrare gli algoritmi all'interno della struttura del contratto e, segnatamente, nell'oggetto del contratto.

viene alimentato [79]; dall'altro, come si sa, gli algoritmi sono normalmente oggetto di privativa industriale o di segreto commerciale per gli intermediari o per le *software house* che sviluppano questi prodotti per loro conto [80].

Pertanto mal si prestano ad essere oggetto di obblighi di informativa piena ed analitica a favore del cliente.

Il secondo limite è dato dalla ridotta competenza informatica dell'investitore medio.

Pare infatti comunque certo che, se anche le informazioni fossero accessibili, solo un ristrettissimo numero di soggetti (programmatori, *data scientist*) sarebbero in grado di capire il linguaggio dei codici sorgente e degli schemi matematici che compongono gli algoritmi e ne determinano il funzionamento. Sarebbe quindi inutile informare gli investitori sulle specificità dell'algoritmo alla base della loro profilatura, perché, nella gran parte dei casi, non sarebbero in grado di coglierne il significato [81].

---

[79] Secondo il Gruppo di lavoro art. 29 per la Protezione dei dati, (allegato 1), (nt. 68), in questi casi una buona prassi per il titolare del trattamento non è quella di «fornire una complessa spiegazione matematica su come funzionano gli algoritmi o l'apprendimento automatico, bensì quella di prendere in considerazione l'utilizzo di metodi chiari ed esaustivi per fornire informazioni all'interessato, come ad esempio: categorie di dati che sono state o saranno utilizzate nella profilazione o nel processo decisionale; motivi per i quali tali categorie sono considerate pertinenti; modalità di creazione del profilo utilizzato nel processo decisionale automatizzato, ivi comprese le statistiche utilizzate nell'analisi; motivi per i quali tale profilo è pertinente per il processo decisionale automatizzato; modalità di utilizzo del profilo ai fini di una decisione riguardante l'interessato». A conclusioni dissimili sembra invece pervenire il TAR Lazio n. 3769 del 22 marzo 2017 (in https://www.giustizia-amministrativa.it/portale/pages/istituzionale/visualizza), secondo cui «la mera descrizione dell'algoritmo e del suo funzionamento non assolve alla medesima funzione conoscitiva data dall'acquisizione diretta del linguaggio informatico sorgente, ossia del testo dell'algoritmo di un programma scritto in un linguaggio di programmazione da parte di un programmatore». Nel caso di specie il Giudice Amministrativo ha ordinato il rilascio di copia dei c.d. codici sorgente del *software* dell'algoritmo (di gestione della procedura della mobilità docenti del Miur).

[80] Cfr. pure, in una prospettiva non dissimile, AA.VV., *Il Fintech e l'economia dei dati*, (nt. 65), 24 e A. OTTOLIA, *Big data e innovazione computazionale*, Torino, Giappichelli, 2017, 70 ss. Significativo in questo senso è anche il considerando 63, Reg. GDPR che cerca di contemperare il diritto ad ottenere l'informativa con la protezione dei diritti del titolare dell'algoritmo. Sulla nozione di "segreto commerciale" v. art. 2, n. 1 della direttiva UE 2016/943 dell'8 giugno 2016 sulla protezione del *know-how* riservato e delle informazioni commerciali riservate (segreti commerciali).

[81] In senso conf. D. MULA, *Big data vs Data privacy*, (nt. 21), 363 ss., il quale, pure in un discorso che valorizza l'accessibilità e la conoscibilità al modo con cui gli algoritmi trattano i dati, appare scettico sulla capacità degli interessati di capire autonomamente i dati ed i parametri presi in considerazione dal titolare del trattamento nelle sue elaborazioni (c.d. *legibility*). Meno convinto dalla retorica dell'*information overloading*, è F. SARTORI, (nt. 47), 267 ss., at-

Ne risulta, in definitiva, una *algo-disclosure* inevitabilmente impoverita che, tanto in una logica MiFID che GDPR, ruota intorno all'informativa sull'*esistenza* della profilatura automatizzata, sulla sua *logica generale* di funzionamento e sull'*importanza* e sulle *conseguenze* che il trattamento algoritmico potrà avere per l'interessato con i limiti di cui si è detto [82], ma non sul concreto funzionamento dell'algoritmo. Anche se, a questo proposito, osserverei che parimenti agli investitori non è oggi dato accesso alle logiche ed ai criteri sui quali sono basati gli attuali questionari di profilatura tradizionale degli intermediari, né è dato modo di verificare che i dati o i profili di rischio ricavati sulla base delle informazioni raccolte siano stati dedotti correttamente.

Con la conseguenza ulteriore che è estremamente difficile stabilire univocamente se, per ovviare a tale problema, tale ultima informativa sia dovuta almeno nei confronti delle Autorità di vigilanza affinché valutino la correttezza degli algoritmi. La questione si sposta sulla possibilità per il regolatore di valutare la correttezza e l'efficacia delle metodologie adottate nella costruzione dell'algoritmo alla base della profilatura. Si tratta però anche qui di una valutazione non agevole perché se di certo la barriera cognitiva sul funzionamento dell'algoritmo non è insuperabile per le Autorità di controllo, che sono pur sempre organismi tecnici [83], resta il tema che si tratta di beni oggetto di priva-

teso che, a suo avviso, sarebbe proprio l'algoritmo l'elemento focale sul quale richiamare l'attenzione dell'investitore nel processo decisionale.

[82] Fermo restando che, come già si è detto, l'investitore soggetto alla profilatura automatizzata conserva, ai sensi del Reg. GDPR, una pluralità di diritti, quali l'opposizione alla profilazione (art. 21), la richiesta di cancellazione o la rettifica del proprio profilo (art. 17) e la contestazione alle decisioni automatizzate (art. 22, terzo comma).

[83] Non vi è bisogno in proposito di ricordare che lo stesso Parlamento europeo ha da tempo evidenziato l'importanza che le autorità di regolamentazione e di vigilanza sviluppino sufficienti competenze tecniche per controllare adeguatamente i servizi *FinTech* sempre più complessi e per anticipare i rischi specifici delle diverse tecnologie (cfr. Risoluzione del parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario (2016/2243/INI). Pragmaticamente la stessa Consob ha di recente manifestato pubblicamente questa esigenza: «Il mondo della finanza è sempre più tecnologico, per questo non bastano più economisti e giuristi. Per avere una catena di controllo efficace ci servono ingegneri in grado di comprendere quello che succede nell'ampio mondo degli scambi informatici» (Intervento del Presidente della Consob al Politecnico di Torino, 16 marzo 2020, e Intervento di P. Ciocca (commissario Consob), *Inaugurazione del Corso di Alta Formazione Fintech e Diritto*, Roma 10 maggio 2018, reperibili al seguente indirizzo Internet: www.consob.it). Condivisibilmente C. MOTTURA, *Decisione robotica negoziale e mercati finanziari*, in *Decisione robotica*, a cura di A. Carleo, Bologna, Il Mulino, 2019, 281, segnala come le Autorità dovranno disporre di «algoritmi di controllo degli algoritmi» come nuovi strumenti *Regtech* di vigilanza idonei al nuovo contesto.

tiva il cui segreto industriale potrebbe tuttavia essere garantito dalle Autorità nell'interesse dei titolari dell'algoritmo attraverso il segreto d'ufficio.

Da ciò invece l'esigenza di considerare l'algoritmo alla base della profilatura in una chiave precipuamente organizzativa, oltre che sul piano della trasparenza nei confronti del cliente, secondo una tendenza generale ormai ampiamente invalsa dopo MiFID2, che pone le regole ed i presidi organizzativi 'a monte' delle regole di comportamento e della *disclosure* quali pre-condizioni per il corretto adempimento di queste ultime e per un più efficace esercizio della vigilanza delle Autorità [84]. Tendenza ribadita dall'Esma con specifico riguardo agli algoritmi alla base della consulenza e della gestione di portafogli automatizzate [85].

La *governance* dell'algoritmo (c.d. *algo-governance*) – intesa come procedura organizzativa interna dell'intermediario idonea a gestire *ex ante* il *design*,

---

[84] Alludo evidentemente al rapporto tra regole organizzative-procedurali e regole di attività di cui già si è detto *supra* (cfr. nt. 74) e sul quale mi permetto il rinvio, per ulteriori considerazioni, al mio *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, Wolters Kluwer, 2018, 169 ss.

[85] È questa una prospettiva che sembra ormai pienamente recepita. Mi limito qui a ricordare le Linee Guida Esma adeguatezza, (nt. 2), orientamento 82, secondo le quali le imprese di investimento, nel monitorare gli algoritmi che contribuiscono a determinare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti devono almeno: «Creare un'adeguata documentazione della struttura del sistema che esponga chiaramente la finalità, la portata e la struttura degli algoritmi. Ove opportuno, i diagrammi decisionali o le norme per l'adozione delle decisioni dovrebbero far parte di tale documentazione; una strategia di verifica documentata che illustri la portata della verifica degli algoritmi. Essa dovrebbe comprendere piani di verifica, casi da verificare, risultati delle verifiche, risoluzione dei difetti (se pertinente) e i risultati finali delle verifiche; disporre di politiche e procedure adeguate per gestire eventuali modifiche apportate a un algoritmo, fra cui il monitoraggio e la tenuta di registri di tali modifiche. Ciò comprende l'esistenza di dispositivi di sicurezza per monitorare e impedire l'accesso non autorizzato all'algoritmo; rivedere e aggiornare gli algoritmi per assicurare che rispecchino eventuali modifiche di rilievo (ad esempio le evoluzioni del mercato e le modifiche della legge applicabile) che possano incidere sulla loro efficacia; disporre di politiche e procedure che consentano di individuare eventuali errori nell'algoritmo e di gestirli adeguatamente, tra cui, ad esempio, la sospensione della prestazione dei servizi di consulenza qualora tali errori possano comportare una consulenza inadeguata e/o una violazione delle pertinenti disposizioni legislative o normative; disporre di risorse adeguate – comprese risorse umane e tecnologiche – finalizzate al monitoraggio e alla supervisione dei risultati degli algoritmi mediante un esame adeguato e tempestivo della consulenza fornita; disporre di un adeguato processo di convalida interno per garantire che siano state seguite le misure di cui sopra». Sul punto v. i rilievi di M.T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'Esma tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2018, 52.

il monitoraggio, la verifica, l'adeguatezza, la revisione e l'aggiornamento dell'algoritmo – impone alle imprese di investimento di dotarsi di presidi organizzativi che siano in grado di documentare in modo appropriato la *finalità*, la *portata* e la *struttura* degli algoritmi. Presidi che dovranno supportare l'intermediario anche nella gestione dei rischi che il nuovo processo algoritmico inerente alla profilatura implicherà.

Interessante è altresì notare, ai nostri specifici fini, come il momento organizzativo ritorni anche sul fronte GDPR. Qui si richiede in termini generali che sia al momento di determinare i mezzi del trattamento (fase di *design* delle soluzioni) sia all'atto del trattamento stesso, il titolare del trattamento metta in atto *misure tecniche e organizzative* adeguate a garantire la conformità della soluzione disegnata ai principi e le tutele fondamentali (art. 25 GDPR). Ed in particolare che la profilatura automatizzata sia presidiata da procedure matematiche o statistiche appropriate e che siano messe in atto misure organizzative utili per rettificare le inesattezze e per minimizzare i rischi per gli interessi ed i diritti degli interessati [86].

Ciò sembra, per altro verso, anche dimostrare che il principio di *neutralità tecnologica* – secondo cui ad una stessa attività si applicano le medesime regole a prescindere dalla tecnologica attraverso cui l'attività è prestata, al fine di garantire l'innovazione e condizioni di parità [87] – richiede anche in questo

[86] Cfr. considerando 71, Reg. GDPR.

[87] Il principio di *neutralità tecnologica* è indubbiamente uno dei principi guida delle politiche della Commissione UE (cfr. al riguardo la Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla "*Tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario*" (2016/2243/INI), cit.: «La normativa e la vigilanza nel settore della tecnologia finanziaria devono essere basate sui seguenti principi: a) stessi servizi e stessi rischi: si dovrebbero applicare le stesse norme, indipendentemente dal tipo di entità giuridica interessata o dalla sua ubicazione nell'Unione; b) neutralità tecnologica; c) un approccio basato sui rischi, tenendo conto della proporzionalità delle azioni legislative e di vigilanza rispetto ai rischi e della rilevanza dei rischi»). Tuttavia la stessa Commissione UE non è stata miope sul rapporto tra normativa e tecnologia. Pur affermando che in un ambiente in così rapida evoluzione una regolamentazione eccessivamente prescrittiva e precipitosa rischia di produrre effetti indesiderati, ha riconosciuto, a più riprese, che la normativa UE è anteriore all'emergere delle tecnologie e che il mancato adeguamento di questa può essere di ostacolo alla diffusione delle soluzioni Fintech, ponendo in una posizione di svantaggio i prestatori di servizi finanziari UE in un mercato sempre più globale (Comunicazione della Commissione UE al Parlamento europeo dell'8 marzo 2018 "*Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*") e che «lo scopo della strategia in materia di finanza digitale è garantire che il quadro normativo dell'UE in materia di servizi finanziari sia adeguato all'era digitale» (Comunicazione della Commissione UE al Parlamento europeo del 24 settembre 2020 in tema di "*Strategia in materia di finanza digitale per l'Ue*").

ambito alcuni adattamenti specifici che sono quelli, appunto, dettati dall'automazione algoritmica della profilatura [88].

La normativa vigente, tanto sul piano della protezione dei dati personali che su quello delle norme MiFID, non appare di ostacolo rispetto alla nuova profilatura algoritmica e anzi risulta sufficientemente elastica per recepire misure e procedure organizzative che specifichino questi principi e rendano più adeguata la fase della profilatura finanziaria alla nuova era digitale.

Certo non si può negare che delle indicazioni più pregnanti, anche solo a livello di orientamenti interpretativi delle Autorità, utili per chiarire meglio le modalità di acquisizione ed analisi dei dati (inclusi i dati derivati o inferiti), il funzionamento degli algoritmi e l'uso che di questi si intende fare con riguardo alla profilatura ai fini MiFID, potrebbero favorire questo processo e creare una maggiore consapevolezza critica in capo agli operatori e agli investitori.

[88] Una soluzione invero già ribadita in AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, (nt. 47), 58, dove, adottando l'approccio qui preferito, non si esita a dire che «il principio di neutralità tecnologica in realtà appare più come una base di partenza da cui muovere che come un limite oltre il quale non è consentito spingersi»; in senso adesivo F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 2018, 245, che prospetta l'introduzione di un approccio di tipo *tecnological based* in cui le autorità di vigilanza potrebbero tralasciare le questioni relative alle modalità di funzionamento della scatola nera dell'algoritmo e verificare se quest'ultimo risponde alle finalità che gli sono assegnate senza dar luogo a condotte lesive.

The protection of second therapeutical use inventions in the practice of the European Patent Office

La tutela delle invenzioni di secondo uso terapeutico nella prassi dell'Ufficio europeo brevetti

Emanuela Arezzo [*]

ABSTRACT:

The paper addresses the issue of patenting inventions for new therapeutic uses in the light of the legal framework provided by the European Patent Convention and the case law of the EPO Technical Boards of Appeal. The patenting of new uses of a known compound is, especially in the pharmaceutical field, an essential lever to promote innovation. In recent years, the EPO has adopted an increasingly "accommodating" attitude towards this type of findings, clarifying that the new therapeutic application is not to be confined to the treatment of a new ailment, different from the one cured by the previous use of the compound, but may well target the very same technical problem (i.e. the cure of the same disease). Thus, protection (in the form of new therapeutic use inventions) has been granted to findings aimed at modifying the form of administration of the drug or its dosage, at changing the functioning of the drug at a physiological or cellular level, or even validating the use of the therapeutic treatment for a new class of patients with different characteristics. Given this new expansionist drift of protection, however, many knots remain to be unravelled. In particular, a clarification would be needed with regard to the perimeter of exclusivity attributed to inventions of new therapeutic use, which should be considered as product inventions limited to the specific field of use, but whose structure is generally identical to that of other inventions that insist on the same molecular composition.

Keywords: patent – first therapeutical use – second therapeutical use – purpose-bound product protection.

[*] Associate Professor of Law, University of Teramo, School of Law; e-mail: earezzo@unite.it.
This contribution will be published in a volume dedicated to Prof. Vincenzo Di Cataldo.

Il saggio affronta il tema della brevettazione delle invenzioni di nuovo uso terapeutico alla luce del quadro normativo disposto dalla Convenzione sul Brevetto Europeo e della giurisprudenza delle Commissioni tecniche dei Ricorsi dell'UEB. La brevettazione dei nuovi usi di un composto noto rappresenta, specie in campo farmaceutico, una leva essenziale per promuovere l'innovazione. Negli ultimi anni l'UEB ha adottato un orientamento sempre più "accomodante" verso questa tipologia di trovati, chiarendo che la nuova applicazione terapeutica non va intesa come sinonimo di trattamento di una diversa patologia rispetto a quella per cui il precedente impiego del composto offriva una cura, bensì può ben risolvere il medesimo problema tecnico, apportando delle varianti all'idea di soluzione che la rendano originale. Sono stati così protetti, come nuovi usi terapeutici, trovati tesi a cambiare la forma di somministrazione del farmaco o il suo dosaggio, a mutare il funzionamento del farmaco a livello fisiologico o cellulare, o ancora a validare l'impiego del trattamento terapeutico per una nuova classe di pazienti con diverse caratteristiche. A fronte di questa nuova deriva espansionistica della protezione, molti nodi restano tuttavia da sciogliere: in primis, chiarire quale sia il perimetro di esclusività attribuito dalle invenzioni di nuovo uso terapeutico, che andrebbero considerate invenzioni di prodotto limitate allo specifico campo d'uso, ma la cui struttura è di regola identica a quella degli altri trovati che insistono sulla medesima composizione molecolare.

***Parole chiave**: brevetto – primo uso terapeutico – secondo uso terapeutico – protezione del prodotto limitata ad uno specifico uso*

TABLE OF CONTENTS:

Introduction. – 1. Origin of the problem: second use patents in the chemical field. – 2. The codification of protection of "first" use inventions in the medical field … – 3. … and its drawbacks for the pharmaceutical industry. – 4. The protection of second medical use inventions through "Swiss-type use claims". – 5. The expansionist trend of second medical use inventions. What does "further" use expressly mean? – a) Transposition of the therapeutical effects on a new class of patients. – b) Different way of functioning of the medicament at a physiological or at a cellular level. – c) Alteration of the original form of administration. – d) Different dosage regimen: the last bastion to conquer. – 6. The amendments of the EPC 2000 and the new frontiers of second use patents. – 6.1. The meaning of "any specific use" within the context of novelty of the invention and the patentability of new dosage regimens. – 6.2. The meaning of "any specific use" and the scope of protection of further medical use inventions. – Conclusion.

Introduction.

It is very well known today that innovation in the twenty-first century tends to exhibit a cumulative and incremental feature. Technological progress often proceeds through small steps instead of major breakthroughs, giving birth to inventions which often do not lead to the introduction of entirely new products, but rather provide ameliorated features of existing ones, for example

improving the technical performances of a certain production process or eliminating a side effect of a product (ex. a medicinal one).

The incremental nature of innovation has significant repercussions and implications from the perspective of patent law. And in fact sequential innovation, flourishing on the trail of previous ones, normally produces a flow of what patent lawyers and academics refer to as "derivative" or "follow-on" inventions [1]: meaning technical solutions whose conception has been possible thanks to the implementation of a teaching (often a portion of it) embedded in a previous invention (hence, in most of the cases, already subject to patent protection) [2].

Under the taxonomy of "derivative inventions" academics and courts have with time developed several sets of sub-categories, each with different features, according to the type and degree of intensity of the "borrowing" from the previous patented teaching. Whereas "improvement inventions" probably represent the most well-known category of derivative inventions [3], scholars have framed the notion of "combination inventions" and "translation inventions" to describe scenarios where the inventive result comes from the com-

[1] The literature on the matter is abudant. See, *inter alia*, S. SCOTCHMER, *Innovation and Incentives*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London England, 2004. S. SCOTCHMER, *Protecting Early Innovators: Should Second-Generation Products Be Patentable?*, in *The RAND Journal of Economics*, 117, 1996; K.W. DAM, *The Economic Underpinnings of Patent Law*, in 23 *J. of Legal Stud.*, 1994, 247; J.B. KOBAK, *Intellectual Property, Competition Law and Hidden Choices Between Original and Sequential Innovation*, in 3 *Va. J.L. & Tech*., 6, 1998; R. GILBERT, C. SHAPIRO, *Optimal Patent Length and Breadth*, in 21 *Rand J. Econ.*, 1990, 106; P. KLEMPERER, *How Broad Should the Scope of Patent Protection Be?*, in 21 *Rand J. Econ.*, 1990, 113.

[2] The academic literature has implemented a vast set of terminology to refer to this dicothomy. See P. GRECO, P. VERCELLONE, *Le invenzioni e i modelli industriali*, Turin, Utet, 1968, at 100 distinguishing between main inventions and derivative inventions; N. GALLINI, S. SCOTCHMER, *Intellectual Property: When is the Best Incentives System?*, in 2 *Innovation Pol'y & Econ.*, 51 (2002), at 65 and ff., distinguishing between first generation and second generation patents; R.P. MERGER, R.R. NELSON, *On the Complex Economics of Patent Scope*, in 90 *Colum. L. Rev.*, 841, 1990, at 860, distinguishing between "broad/dominant" and "subservient" patents.

[3] H. AHN, *Second Generation Patents in Pharmaceutical Innovation*, Baden-Baden, Nomos, 2014, at 30, describing improvement inventions as inventions that build upon a basic invention. P. GRECO, P. VERCELLONE, (nt. 2), at 100, defining improvement inventions as those employing the same structural features of the main invention and staying within the same field of action. Also see V. FALCE, *Profili pro-concorrenziali dell'istituto brevettuale*, Milan, Giuffrè, 2008, at 249, underlying that improvement inventions focus on the same technical problem of the first generation patent (or a closely related one), in the attempt of ameliorating its overall performance.

bined use of two or more technical teachings – sometimes simply some technical features – already contained in two or more previously patented inventions [4] or where the technical contribution of the invention consists in the transposition of a known inventive concept to a different technical field where it will achieve a different technical effect [5]. Hence, the peculiarity of this latter sub-group of derivative invention is given by the fact that the claimed (derivative) invention is identical, in its structural features [6], to the one claimed in a previous patent, but its transposition to a different field makes it capable of solving a distinct technical problem [7].

Another kind of derivative inventions which has recently gained relevance concerns so called "selection inventions", described in the literature as "[…] an invention that has a particular concept which is selected from a prior broader or larger generic concept of an invention and that presents superior or advantageous properties compared to the broader concept, which were not disclosed in the prior art [8]". The peculiarity of this group of derivative invention

[4] More specifically, the inventive teaching comes from the bringing into light of specific correlations between elements contained in previous patented inventions, capable of producing new technical results. See P. GRECO, P. VERCELLONE, (nt. 2), at 103.

[5] According to Rivolta, the constituent element of a "translation" invention are: i) the shift of the invention to a different technical sector (from the one claimed in the first patent); ii) the solution of a different technical problem, brought about as a consequence of such a shift; iii) some degree of technical progress stemming from the aforementioned solution of a different technical problem. G.C.M. RIVOLTA, *La c.d. invenzione di traslazione nella dottrina italiana e straniera*, in *Riv. dir. ind.*, I, 1962, 5, at 8. Concurring on the need of the transposition to a different technical field is Di Cataldo. See V. DI CATALDO, *I brevetti per invenzione e per modello di utilità. I disegni e modelli*[3], Milan, Giuffrè, 2012, at 180, drawing such definition from the wordings of the Italian jurisprudence.

[6] Some authors in the past, however, would not deem the mere act of transposing the invention to a different technical field enough to claim a new invention, asking for further adaptation or modification of the inventive concept in order for it to obtain patent protection. See M. ROTONDI, *Diritto industriale*[4], Milan, Ambrosiana, 1942, at 177 and ff.

[7] See T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*[3], Milan, Giuffrè, 1960, at 553 and ff.; P. GRECO, P. VERCELLONE, (nt. 2), at 101, making the example of a instrument for technical design implemented to draw a parabola, which is later on implemented to make a cannon viewfinder. V. DI CATALDO, *Sistema brevettuale e settori della tecnica. Riflessioni sul brevetto chimico*, in *Studi in onore di Giuseppe Auletta*, vol. I, Milano, Giuffrè, 1988, 113, at 185, explaining that the novelty and inventiveness of such inventions must be assessed with regard to the act of transferring the inventive concept from one sector to another (and not with regard to the inventive concept itself which is obviously the same one).

[8] See H. AHN, (nt. 3), at 30-31, adding that the peculiar feature of such invention is that selection invention fall under the scope of the prior art disclosure, but it has not been individually disclosed in the prior art.

is therefore given by the circumstance that they solve a new technical problem by phishing out technical elements *vaguely* disclosed in a previous patent, and finding new useful properties not outlined before [9]. Hence, the derivative nature stems from the circumstance that the first patent contains and discloses part of what will be the content of the future patent, but only in general and broad terms [10].

While, as hinted, the above categorization stems mainly from scholars and jurisprudence, there is only one type of derivative invention whose patentability has been expressly recognized in statutory provisions in the European Patent Convention and, as a consequence, into the law of its adhering Countries: namely, second use inventions pertaining to the medical field [11], as disciplined into Art. 54, 4° and 5°, EPC 2000. This contribution is dedicated to this particular type of inventions. It will study how the discipline of first and second medical use invention has evolved in the years, from the early jurisprudence of the EPO Board of Appeals, to the latest amendments of the EPC, allowing for an extremely broad expansion of the realm of patentable subject matter. It will be eventually asked what drawbacks, if any, such an expansion is likely to assert in the pharmaceutical sector.

[9] Cfr. *Diastereomers*, T12/81, 1982, in *OJ EPO*, 1982, 296, at 301, § 11 of the R.D., explaining that "The concept of substance selection presupposes the choosing of a single compound or a specific sub-group from a group of substances".

[10] And indeed, as a general rule, the narrower the selection is with regard to the generic terms used in the main patent, the more likely the selection will be deemed new and the protection granted. See B. DOMEIJ, *Pharmaceutical Patents in Europe*, Norsterdts Jurick Stockholm, Kluwer International Law (The Hague), 2000, at 112.

[11] It is appears interesting mentioning that some signatory Countries of the EPC have chosen to implement this provision broadly, with no explicit limitation to the field of medicine. Already in 1979, when the EPC 1973 limited protection only to the first therapeutical use of a substance known to the art because of a previous application in a non-medical field (art. 52, 4°, EPC 1973), Italy amended art. 12 of its national patent law (at that time R.D. 29 June 1939, n. 1127) introducing a fourth prong allowing patentability of a substance or composition of substances already known to the state of the art, in light of a new way of employment. This provision has opened the way to patentability of all substances (known to the state of the art) in light of a newly discovered use, but regardless of the technical field both of the first product patent on the substance and of the second medical use invention. In other words, according to this regime second use inventions are simply protectable in all field of technology. See, for all, V. DI CATALDO, *I brevetti per invenzione e per modello di utilità*, (nt. 5), at 160 and ff.

1. *Origin of the problem: second use patents in the chemical field.*

Second use inventions fall into the category of derivative inventions because they consist in the discovery of a new purpose or use of a product which has been already patented for a different employment [12]. In some way, they can be deemed as a new version of translation invention described above, where the inventor explores the technical teaching already protected by a patent trying to conceive further useful ways of employment of the invention in a different technical field or, in this case, even in the same one [13].

Comprehensibly translation inventions in industries like textiles and mechanics, the ones patent law was originally shaped for [14], did not proliferate. This is mainly due to the fact that in these sectors, the mode of employment of the (mechanical) product was (and still is) intrinsically linked to its structure, hence, automatically revealed by the inventor with the very same act of disclosing the invention and highlighting its advantages over the prior art in the solution of the prospected technical problem [15]. Moreover, because of this stringent link with its structural features, the mode of employment of a given mechanical invention tended to be (and generally is) just one [16].

Research in the chemical field challenged all the above assumptions. In chemical inventions, the technical features of the claims teach us what its constituent elements are and what is the chemical structure, but structure alone does

---

[12] See G. SENA, *I diritti sulle invenzioni e sui modelli ornamentali*[4], in *Trattato* Cicu-Messineo, Milan, Giuffrè, 2011, at 322.

[13] In this sense V. DI CATALDO, *I brevetti per invenzione e per modello di utilità*, (nt. 5), at 161; A. MUSSO, *Brevetti per invenzioni industriali e modelli di utilità*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli, 2013, at 197 e 213; G. GHIDINI, *Profili evolutivi del diritto industriale, Innovazione – Creatività – Informazione, Dinamiche conflittuali, esperienze di condivisione*[3], Milan, Giuffrè, 2015, 123.

[14] See V. DI CATALDO, *Sistema brevettuale e settori della tecnica*, (nt. 7), 113, at 117 and ff., explaining that the patent system reflects the features of the economic sectors emerging during the industrial revolution, at the time it was framed. The spreading of different industrial sectors later challenged some of its rules and demanded for some rethinking.

[15] See G. PATERSON, *The Novelty of Use Claims*, in 27 *I.I.C.*, 179, 1996, at 181. Similarly on this point: A. MUSSO, (nt. 13), 196, explaining that mention of use within electro-mechanic inventions was superfluous as it was deductible from the very same function of the machine, as disclosed in the description of the invention.

[16] Cfr. G. FLORIDIA, *Procedimento e prodotto nelle invenzioni farmaceutiche*, in *Riv. dir. ind.*, I, 1988, 46, at 48; V. DI CATALDO, *Sistema brevettuale e settori della tecnica*, (nt. 7), 113, at 156 and ff.

not tell anything about what the chemical substance does [17] nor does it give us any suggestions about how it could be used or implemented [18]. Furthermore, experience in the field soon showed that chemical compounds and substances were often found to have several properties, hence were capable of multiple practical applications. The question therefore arose about what protection, if any, had to be granted to secondly conceived uses of a chemical compound already patented in light of a certain first property outlined by the inventor, given that there was indeed a widespread agreement at that time – much cherished by the EPO Chambers – that intended the concept of absolute (patent) protection for product inventions not simply to mean that protection would cover the product regardless of the way it had been manufactured, but also that protection would extend to each and every conceivable mode of employment of the claimed invention, even to the ones not envisioned by the patentee at the date of filing [19]. The issue, therefore, regarded whether independent patent protection for second use inventions was conceivable or rather whether the new further applications would automatically fall into the scope of protection of the first patent [20].

---

[17] It is worth recalling, at this regard, the words of the Italian Supreme Court who vividly clarified that in the chemical field the invention does not lay in the mere formulation of a molecular structure, but rather in the end product which can be manufactured through the employment of the claimed substance in light of its properties. See Italian Supreme Court (Cass. Civ., I Sez.), judgement n. 2575, 6th March 1995; Italian Supreme Court (Cass. Civ., I Sez.), 16.11.1990, n. 11094 (Cimetidine case), published in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 1991, 545.

[18] See G. PATERSON, *The Novelty of Use Claims*, (nt. 15), at 181.

[19] See V. DI CATALDO, *I brevetti per invenzione e per modello di utilità*, (nt. 5), at 156 and ff. The author, however, argues that such a rule needs important rethinking especially with regard to the part implying protection against all unforeseen uses of the invention, despite not being claimed nor disclosed, as such theorization stems from the framing of the patent system in light of the features of mechanical sector where it is very rare that a product invention is capable of different uses than the ones conceived by the patent holder. See V. DI CATALDO, *Tra tutela assoluta del prodotto brevettato e limitazione ai procedimenti descritti e agli usi rivendicati*, in *Riv. dir. ind.*, I, 2004, 111, at 115. A similar opinion has been expressed by P.H. EGGERT, *Uses, New Uses and Chemical Patents, a Proposal*, in 1968 *Wis. L. Rev.*, 901, 1968, at 913 vividly arguing that "it is only because an additional, nonobvious use is unlikely for a mechanical device that such statement as «a patentee is entitled to every use of which the invention is susceptible […] known or unknown» became acceptable doctrine" (quoting In re Thuau, 135 F.2d 344, 347 (C.C.P.A. 1943).

[20] And indeed there is still a widespread consensus that chemical patents claiming a *new* structure of a compound receive "absolute" protection in the above twofold meaning. See H. AHN, (nt. 3), at 33 and 51. B. DOMEIJ, (nt. 10), at 127. S.J.R. BOSTYN, *Patenting DNA Sequences (Polynucleotides) and Scope of Protection in the European Union: An Evalutation,*

Despite sound reasons existed to introduce protection for second use inventions in the chemical field, significant hurdles also existed. The first obstacle regarded a presumed lack of novelty, as the structural portion of the second use invention is entirely claimed by a previous patent (or patent application), a circumstance for a long time claimed to destroy the novelty of this kind of derivative inventions. Also very controversial was the issue regarding the breadth of main and derivative patents in this case and, consequently, infringement [21].

Given the complexities surrounding patentability of second use inventions in the chemical field, the EPC 1973 framers decided not to address the issue in general terms and restricted their attention to the sole instance of subsequent applications of substances and compositions known to the state of the art where the new way of employment pertained to the medical field. Protection of second use inventions in the medical field, however, was not immediately granted to all inventions of this kind. On the contrary, the EPC 1973 only offered protection to inventions bringing into light a first theraputical use of a substance or composition already known to the art pursuant to a different employment in a different (*read:* non medical) field [22]. To better understand the *rationale* of Art. 54, 5° prong of EPC 1973, it needs to be put in context.

2. *The codification of protection of "first" use inventions in the medical field …*

Patentability of pharmaceutical products has always been a rather thorny issue because the classical *rationale* of incentivising research and technical progress in the field throught the instrument of exclusive rights had to be balanced against a social public interest possibly higher in rank: namely, the protection of public health and the rights of individuals to (affordable) access to the best and more advanced medicaments and treatments [23].

Luxembourg, European Commission, 2004, at 56-66. In favor of absolute protections of chemical compounds see also *Lundbeck v. Generics Ltd*, [2008] EWCA Civ. 311, § 54.

[21] See at this regard R. MOUFANG, *Use and purpose indications in patent claims*, in *OJ EPO*, Special edition, 1, 2011, 116, at 117 and ff., reporting that still today there's not in Europe a uniform interpretation regarding patent breadth of claims containing use or purpose limitations.

[22] The provision indeed used to (and still does) conceive(s) patentability of "[…] any substance or composition, comprised in the state of the art, for use in a method referred to in Art. 52, 4° EPC [today Article 53(c)], provided that *its use for any such method* is not comprised in the state of the art (italics added)". See *infra* at the end of this paragraph.

[23] See S. JOSEPH, *TRIPS and the Right to Health*, in ID., *Blame it on the WTO? A human*

With such difficult balancing of interests in mind, EPC framers introduced in Art. 52, 4° of the EPC 1973 a strict ban (still in force today) against patentability of therapeutic, diagnostic and surgical *methods* to be used in the human or animal body, on the ground that such subject matters could not be considered inventions susceptible of industrial application pursuant to art. 52, 1° EPC [24]. The lack of exclusive rights on such *methods* indeed was meant to spur the dissemination of the most advanced medical techniques [25], while at the same time protecting physicians' freedom to choose the most appropriate treatment for their patients [26]. Within the delegations, however, some lamented

rights critique, Oxford, Oxford University Press, 2011, 214-244, esp. 230 ff. See also K.C. SHADLEN, B.N. SAMPAT, A. KAPCZYNSKI, *Patents, trade and medicines: past, present and future*, in *Review of International Political Economy*, 27, 2020, 1, 75-97; O. AGINAM, J. HARRINGTON, P. YU (eds.), *Global Governance of Hiv/Aids: Intellectual Property and Access to Essential Medicines*, Cheltenham UK-Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2010.

[24] Note that art. 52, 4° EPC 1973 has been replaced today by art. 53(c) EPC 2000) which classify therapeutical methods as exceptions to patentability. Indeed, as explained by the EBOA in *Diagnostic Method*, whilst the legislator had chosen to impede patentability by recurring to a legal fiction of lack of industrial applicability, "[…] the exclusion from patentability of the above-mentioned methods under Article 52(4) EPC seems actually to be based on socio-ethical and public health considerations. [As] medical and veterinary practitioners should be free to take the actions they consider suited to diagnose illnesses by means of investigative methods". Cfr. Decision G 1/04, *Diagnostic Method*, in *O.J. EPO*, 2006, 334, r.d. § 4. At this regard see J. PILA, *Article 52(2) of the Convention on the Grant of European Patents: What did the Framers Intend?*, in 36 *IIC*, 2005, 755-787, arguing that the gradual acknowledgment of this lead to the change into the text of the EPC. See, however, also R. KRAßER, *Purpose and Limits of the Exclusion from Patentability of Medical Methods, Especially Diagnostic Methods*, in *Patent and Technological Progress in a Globalized World,* Liber Amicorum *Joseph Straus*, M.J. Adelman, R. Brauneis, J. Drexl, R. Nack (eds.), Springer, 2009, 275, arguing that the link of the patent ban on medicinal procedures with the requirement of industrial applicability was already recognized by the members of the 1973 Munich Diplomatic Conference as being systematically incorrect. Patentability of medical treatment methods is recognized, on this ground, in Australia. A. SIMS, *The case against patenting methods of medical treatment*, in *E.I.P.R.*, 2007, 43.

[25] Cornish and Llewelyn refer to public policy considerations aimed at favouring the dissemination of new medical techniques unimpeded by claims to exclusive rights. See W. CORNISH, D. LLEWELYN, *Intellectual Property: Patents, Copyright, Trade Marks and Allied Rights*[6], London, Sweet & Maxwell, 2007, 222.

[26] Many authors agree that the goal of the provision was to shield physicians' freedom of operation from the risk of patent infringement. See J. MEIER, *European Patent Office*, in *Patent Protection for Second Medical Uses*, J. Bühling (ed.), AIPPI, 2016, Kluwer Int., The Netherlands; J. COCKBAIN, S. STERCKX, *Purpose-limited pharmaceutical Product Claims under the Revised European Patent Convention: A Camouflaged Attack on Generic Substitution?*, in *Intellectual Property Quarterly*, 2010, 88, at 88; D.R. SCHNEIDER, *Patenting of Pharmaceuti-*

the discriminatory nature of the ban, depriving only the medical sector from process claims, available for all other technical fields. For this reason, the signatories of the EPC contextually introduced, by way of an exception to the exception, the possibility to patent "products, in particular substances or compositions, for use in any of these methods" (art. 52, 4°, EPC 1973, last indent). This to make sure that products, such as medicaments, and substances used in medical treatments – for example vaccines – would not be touched by the exception and could benefit from patent protection [27].

Even this latter scenario, however, was not deemed entirely satisfactory. In such a framework, indeed, *new* compounds and substances, specifically conceived for a medical purpose, would receive protection as product inventions. No protection, however, seemed available for inventors whenever they would come up with a new and inventive medical application of a compound which was already known to the state of the art (think for example of a chemical substance previously patented in light of its hydrating properties, hence for cosmetic purposes, later found to also cure eczemas). Such cases, which were quite frequent in the industry, presented several hurdles to overcome. As mentioned, the invention could not receive protection in the form of product patent, as it would lack (structural) novelty [28], nor could it be claimed exclusively throughout a use claim, as this claiming format was generally equated to a process claim (a claim towards a certain abstract activity): hence it would fall into the ban against the patentability of methods in the medical field [29].

Once again the delegations of the contracting States split between those

---

cals – Still a Challenge?, in 39 *I.I.C.*, 2008, 511, at 512. F. BENUSSI, *Sulla brevettabilità della seconda indicazione terapeutica nella prima decisione della Commissione ampliata di ricorso*, in *Riv. dir. ind.*, II, 1985, 103, at 112. This interpretation has also been espoused by the EBOA in the *EISAI* decision where it stated that the intention of art. 52(4) of the EPC (1973) was only to "[…] free from restraint non-commercial and non-industrial medical and veterinary activities". See *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 22. *Cygnus/diagnostic measure*, G 1/04, 2006 E.P.O.R. 15, 161.

[27] See E.D. VENTOSE, *Patent Protection for second and further medical uses under the European Patent Convention*, vol. 6, n. 1, 2009, SCRIPTed 57, 58. A. VANZETTI, V. DI CATALDO, *Manuale di Diritto Industriale*[8], Milano, Giuffrè, 2018, 386 and ff.

[28] As explained by G.D. Paterson, in 'normal' product claims, in order to positively assess novelty, the invention must contain at least one physical parameter which distinguishes it from the state of the art. By contrast, in the case of first and subsequent medical uses, the product *per se*, as defined in the claim, is identical to a former one, subject to patent protection. See G.D. PATERSON, *The Patentability of Further Uses of a Known Product under the European Patent Convention*, in 1 *E.I.P.R.*, 16, 1991, at 18.

[29] B. DOMEIJ, (nt. 10), at 127.

who supported the istances of the pharmaceutical industry [30], strongly asking for the recognition of second medical use inventions for all those inventions which would bring into light further medical properties of known compounds and substances, and those who embraced a more cautious position and wished for the introduction of an exception only with regard to the case of the discovery of a new therapeutical use of a substances known to the state of the art for its employment in a different technical sector [31]. In other words, much like the general conceptualization of translation inventions, where the novelty and inventiveness of the derivative invention had to be searched in the transposition of the inventive concept to a different technical sector, it was proposed to create an exception to the general rule granting absolute protection towards product inventions (such as chemical substances and compositions [32]) only in the case the new subsequent use happened to be in a different technical sector and the latter sector being the medical one. This second approach eventually prevailed and led to the insertion of a provision in art. 54 EPC (with regard to novelty) expressly allowing for "the patentability of any substance or composition*, comprised in the state of the art* […]" for use in a medical method, "[…] provided that *its use* for any such method *is not comprised in the state of the art*" (italics added) (Art. 54, 5°, EPC 1973).

The latter provision was groundbreaking in several respects. First of all, it codified for the first time protection to *use* patents into the norms of an international Convention. It is worth noting indeed that although *use claims* where contemplated by the Rules on implementations of the EPC1973 for all kind of inventions, they were conceived as procedural instruments to further illustrate the technical teaching of the invention, and not as a specific, stand-alone, category of inventions (like with product and process inventions) [33]. On the contrary, one might dare to say that art. 54, 5°, EPC 1973, codified almost a third

[30] See D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 514, reporting that pharmaceutical companies asserted that economically second medical indications were often more significant than first medical indication patents.

[31] For an in-depth study of the *travaux préparatoires* see E.D. VENTOSE, *Patent Protection*, (nt. 27), 59-62.

[32] Indeed, it was very much shared at that time the idea that product protection for *new* chemical substances and composition patented in light of a medical application would grant absolute protection, in a way to cover all unforeseen medical application of the compound. See B. DOMEIJ, (nt. 10), at 127. This approach will be shared by the EPO chambers in the jurisprudence of the early eighties, as shown in the following paragraph. See, in particular, the *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives* case and decision G2/88 of the EBOA: see *infra* note 45 and 46.

[33] More specifically, use claims were treated as a type of process claim. See Guidelines for Examination, Part F, Chapter IV, § 4.16 (as revised in 2019).

type of inventions [34] – generally addressed to as *purpose-bound* product protection – where it envisaged a new form of *product* protection (as it clearly emerges from the references to "substance and composition" [35]), but limited in its scope by the claimed use in the medical field [36].

A second element worth of consideration regards precisely novelty. The provision – which has indeed been inserted in the norm dealing with the requirement of novelty of the invention – had the merit to expressly sanction that novelty (but it seems, for the sake of logical reasoning, also inventiveness) of second use patents (i.e. first medical use patent) ought to be scrutinized with regard to the newly claimed *use* [37], rather than the structural features of the (known) substance [38]. It codified therefore an exception with regard to the application of the novelty requirement to such category of inventions [39], whereas,

---

[34] Some authors have conceptualized second use inventions as a third type of inventions, respectively after product and process inventions. See G. SENA, (nt. 12), at 85 and ff., 144 and ff. But see *contra* G. FLORIDIA, *Sull'attuazione dei TRIPs: I brevetti*, in *Dir. ind*., 6, 1995, 550, at 551, arguing that such a theorization would be contrary to the patent framework enshrined in the TRIPs Agreement where art. 27, 1° prong, explicitly mentions only product and process inventions.

[35] Some authors have suggested that the explicit mention of just "substances and compositions" would seem to suggest not simply that second use patents were not conceivable for process inventions, but also that they were available only for a limited subset of subject matters falling into the categories of products invention, leaving out all other ones, such as for example medical instruments and devices. See E. VENTOSE, *No European patents for second medical uses of devices or instruments*, in *EIPR*, 11 et ff.; in a similar sense R. MOUFANG, *Patentability of pharmaceutical innovations: the European perspective*, in J. DREXL, N. LEE (eds.), *Pharmaceutical Innovation, Competition and Patent Law, a Trilateral Perspective*, Cheltenham UK-Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2013, 54, at 65. This was confirmed by the EPO Technical Board in decision T 227/91 of 15 December 1992, OJ EPO 1994, 491 – *Second surgical use/CODMAN*, where it was held that "the surgical use of an instrument was not analogous to a therapeutic use, since the instrument was not consumed in the application and could be used repeatedly for the same or even for further purposes".

[36] In this regard see R. MOUFANG, *Patentability of pharmaceutical innovations*, (nt. 35), 54, at 65.

[37] The provision expressly says "[…] provided that *its use* for any such method *is not comprised in the state of the art*", italics added.

[38] Harsh criticism was moved by C.M. Correa, arguing that patentability of such inventions is based on a "legal fiction of novelty". See C.M. CORREA, *Patent rights*, in C.M. CORREA, A.A. YUSUF (eds.), *Intellectual Property and International Trade: The TRIPs Agreement*[2], Wolters Kluwer, The Netherlands, 2008, at 238.

[39] See at this regard the Case Law of the BOA, § 7.1.1. where it states, commenting on art. 54, 4°, EPC, that such provision introduces "[…] in respect of substances and compounds used in surgical and therapeutic treatment and in diagnostic processes carried out on humans and

pursuant to general European patent law principles, the addition of a use indication within a normal product claim was not deemed enough to make such subject matter novel with regard to a piece of prior art disclosing the same product (*read* also the same substance) without such an indication or purpose of use [40]. But this is hardly the only point for which the kind of novelty requested by this article appears exceptional. And indeed not simply the provision shifted the focus of the novelty analysis from the structure of the compound to its claimed use, but it further conditioned the assessment of the requirement to the twofold conditions that i) the use pertains to the medical field and that ii) the compound or substance has never been used for medical purposes before (the provision reads: "[…] provided that *its use* for *any such method* is not comprised in the state of the art", italics added). Such rigid and absolute interpretation of novelty intended as transposition to a different technological field (from a non medical one to a medical one) was probably conceived simply to rule out protection of second medical use inventions in general.

3. *... and its drawbacks for the pharmaceutical industry.*

The groundbreaking effects of the above provision in the EPC 1973 were limited as hinted above, only to *first* therapeutic uses – later discovered – of a chemical compound or substance known for its mode of employment in a different technical sector, leaving out of protection subsequently discovered medical applications of both first medical use inventions but also of substances and compositions patented as product inventions pursuant to a first therapeutical application. For its part, the jurisprudence of the EPO Technical Boards of the early eighties seemed to interpret the scope of protection of first therapeutic inventions very broadly, with the consequence of leaving little room for independent protection of further medical applications, which were all deemed to fall within the scope of protection of the first medical use invention [41].

---

animals, a *special concept of novelty unknown in other technical fields*" (Italics added). Much in the same way, the Guidelines for Examination stress that "Art. 54(4) and (5) […] provide for *an exception* from the general principle that product claims can only be obtained for (absolutely) novel products". See Guidelines for Examination, Part G, Chapt. IV, § 7.1.

[40] And indeed while, as mentioned, use indications were admitted in the past, the addition of the wording "for use" within a product claim was not intended to limit the scope of protection exclusively to products intended for such specific use. R. MOUFANG, *Use and purpose indications in patent claims*, (nt. 21), 116.

[41] See *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, T 128/82, 1984, O.J. EPO, 164, 15 IIC 520 (1984), r.d. § 13, where the Technical Board addressing the issue of novelty in first thera-

In the well known decision *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, the Technical Board was confronted with the issue of how specific the claim towards the new therapeutic use should be, in order to overcome the hurdles set forth by the conjunct reading of Article 52(4) and Article 54(5) EPC 1973, and how such limitation should be interpreted, in terms of patent scope [42]. Interestingly, providing an interpretation that has later become established practice within the EPO jurisprudence [43], the Board concluded that despite a specific use in therapy is generally disclosed in the specification [44], this circumstance "[…] does not in itself call for a restriction of the purpose-limited product claim to that use" [45]. In the reasoning of the Technical Board, there would be no reason to discriminate, as far as the scope of protection is concerned, between an

peutical invention explained that "[…] Novelty […] is not only destroyed by the fact that the same specific therapeutic effect is already known to the art, but suffers also from the disclosure of *any other specific therapeutic application.* The *disclosure of any specific effect*, therefore, always has the same consequences as far as novelty is concerned; which in turn makes it fair to regard as admissible *a broad statement of purpose covering all and any specific indications"* (italics added). On this point see also R. MOUFANG, *Methods of Medical Treatment Under Patent Law*, in 24 *I.I.C.*, 1993, 18, at 19.

[42] Significantly, the examining division had refused patentability on the ground that a claim containing a mere reference towards pyrrolidine derivatives "as an active pharmaceutical substance" was not sufficient to overcome such hurdle, despite the circumstance that some of the claims of the invention (namely claims n. 3 and 4) were more specifically hinting at the substance's capability of being employed to combat cerebral insufficiency and to increase intellectual ability. The Board of Appeal came to a different conclusion stating that "substance and medical preparation claims for therapeutically active compounds not limited to specific indications are allowed" and that such claims will "[…] under Article 54(5) EPC [to] cover *the whole field of therapy"* (italics added). See *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, T 128/82, 1984, O.J. EPO, 164, 15 IIC 520 (1984), Summary of facts and submissions § I and II.

[43] The same conclusion was reached by the Board in *Roussel-Uclaf/Thenoyl peroxide*, T 36/83, 1985, O.J. 1986, 295, r.d. §§ 5.1.-5.2. More broadly, see Case Law of the Board of Appeals, 9th ed., 2019, section I (Patentability), § 7.1.2.

[44] And indeed at least one therapeutical use must be disclosed in the application to comply with Art. 54(4) EPC 2000 and disclosure of a general pharmacological effect should not be accepted. Cfr. *Serotonine receptor/ELI LILLY*, case T 241/95, 2000, O.J. EPO, 2001, 103, r.d. § 3.1.2., stating that "a pharmacological effect, cannot in itself be considered a therapeutic application." More extensively see D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 520, adding that the disclosure of the medical use even in first medical use inventions should be specific, substantial and credible, as in all other technical fields.

[45] See *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, T 128/82, 1984, O.J. EPO 164, 15 IIC 520 (1984), headnotes, where it was clearly stated that "[…] Where a known compound is for the first time proposed and claimed for use in therapy, the fact that a specific use is disclosed in the specification does not in itself call for a restriction of the purpose-limited product claim to that use".

invention pertaining to a (structurally) *new* therapeutically active compound, whose protection would cover the whole field of therapy, notwithstanding the insertion in the specification of likely indications of use [46], and a therapeutically active compound whose structure was already known in the state of the art (although with relation to a different and non medical field). According to the Board, the principle of equal treatment, indeed, demanded that such broad protection be afforded also to first therapeutical use inventions which, for the first time, make a known compound – known in light of an application in a *non* medical field – available for therapy [47].

The consequence of this approach was that the initial discovery of one medical effect of a known substance was able to vest the patentee with a 'monopoly' over all future discoveries of new therapeutic effects [48]. At the end of the 1980s, however, the debate on the patentability of further medical indications became intense and demand for this type of protection much stronger [49]. As pharmaceutical research moved away from pure chemistry to life sciences, random synthesizing of thousands of new compounds to screen likely effects became a less efficient research strategy, and the industry became more focused on biological studies [50], inquiring on known correlation between (organic) chemical compounds and the biological effects produced [51].

---

[46] The principle of absolute protection for chemical substances was clearly stated by the Enlarged Board of Appeal in G2/88, 1990, OJ EPO 93, also published in 22 IIC 85, 1991. More extensively, see G.D. PATERSON, *Product Protection in Chemistry: How Important for the Protection of an Apparatus, Device or Substance Are Statements Made in a Patenta s to Their Purpose?*, in 22 *IIC*, 852, at 857 and ff.

[47] See *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, T 128/82, *supra*, r.d. § 10. The Board further explained that lacking an explicit provision in art. 54 stating that broad protection should not be granted, the usual treatment relating to new compouds should be followed.

[48] In this sense see E.D. VENTOSE, *Patent Protection*, (nt. 27), 63.

[49] In this sense also Galit Gonen in J. NURTON, *Roundtable: The second medical use challenge – full transcript*, in *Managing Intellectual Property*, 16 February 2017, 1. See also H. SUCHY, *Patent Protection for a Second Medicinal Use*, in 6 *E.I.P.R.*, 161, 1982, warning against the negative and economically unjustifiable outcomes the perceived ban on patentability of second medical uses would cause, as it would lead pharmaceutical companies to abandon promising lines of drug development and invest in the search of brand new molecules, whose patentability was not at risk.

[50] See B. DOMEIJ, (nt. 10), at 130 and ff. The author also reports as likely cause that ignited the debate on patentability of second medical uses the circumstance that after the Thalidomide disaster public authorities required more stringent investigations on adverse effects of pharmaceuticals, before they could be sold in the market. Therefore, such further studies and testing on the pharmaceuticals surely led to the discovery of further useful medical applications.

[51] See P.W. GRUBB, P.R. THOMSEN, T. HOXIE, G. WRIGHT, *Patents for Chemicals, Pharma-*

4. *The protection of second medical use inventions through "Swiss-type use claims".*

The loophole in the provisions of the EPC has been closed by the EBoA in seven parallel decision – the most famous being the *EISAI* decision – where it admitted protection of second medical use inventions claimed throughout so called "Swiss-type use claim" [52]. The latter was a new claiming format recently adopted at that time by the Swiss Federal Intellectual Property Office, in a statement of practice regarding use claims in general [53] and it was specifically meant to allow the patenting of inventions consisting in the use of a (known) substance or composition for the manufacture of a medicament for a specified (new) therapeutic application [54]. In other word, a peculiar form of process invention [55].

According to the EBoA, whilst a claim directed to the mere "use" of a substance for the treatment of the human or animal body by therapy had to be regarded "[…] as confined to the step of treament", hence not patentable, the "Swiss-type use claim" did not conflict with the prohibition contained in art. 52(4) EPC 1973 (today 53(c) EPC2000), as the invention was not conceived as a pure method claim, but as a *manufacturing* process claim [56], where prod-

---

ceuticals and Biotechnology, Oxford, Oxford University Press, 2017, at 264, explaining that today, in terms of promoting innovation, patentability of new indication of known medical compounds is extremely important since a new indication can be equally important to patients suffering from a certain illness as a new drug based on a new active ingredient.

[52] *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO 64-66, also published in *Riv. dir. ind.*, II, 1985, 103. The same judgement was rendered in other six decisions: *Bayer*, G 1/83, OJ EPO 1985, 64; Dr Karl Thomae, G 2/83; CIBA-GEIGY, G 3/83; Dr Karl Thomae, G 4/83; PHarmuka, G 6/83; CH Boeringer Sohn, G 7/83.

[53] See at this regard Legal Advice from the Swiss Federal Intellectual Property Office, O.J. (EPO) 1984, 581.

[54] *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 19. The constituent parts of a second use invention claimed through swiss type of claim format would be: a) the implementation of a known compound or substance; b) for the manufacture of a medicament; c) for a new medical purpose.

[55] It is worth noticing that in the North American patent system second use inventions fall into the category of process inventions. See 35 U.S. Code § 100(b) where it explains that "the term 'process'means process, art or method, and includes a new use of a known process, machine, manufacture, composition of matter, or material". Moreover, second use inventions can be patented regardless of the technological field – hence, not limited to medical or chemical field. See at this regard P.H. EGGERT, (nt. 19), at 909 and ff., criticising the law for having granting protection only through a less vigorous means of protection, more challenging to enforce.

[56] The Board explained, indeed, that use claims can be regarded and treated as method claims,

ucts obtained thereby were meant to be employed according to a *new* and *inventive* therapeutic application [57].

As far as novelty was concerned, the EBOA recurred to analogic reasoning and declared that like in the case of first medical uses of known chemical compounds – where novelty for the medicament forming the subject-matter of the claim was derived from the discovery, for the first time, of a medical application, regardless of the circumstance that the structural composition of the compound was known – also in the case of subsequent medical uses it seemed reasonable to derive novelty from the *further* pharmaceutical use of the known substance, notwithstanding the fact that a pharmaceutical implementation of the substance was already known [58].

Obviously, the *EISAI* decision and the introduction by the EBoA of a new claiming format to protect second medical use inventions were not spared cricitisms for going against the spirit of the EPC [59] and for an overly broad construction of the novelty requirement, stretching its contours way to far [60]. Above all, the fictional construction of such claiming format, depicted as a *process* claim where the process itself was – in most of the cases – well known to the state of the art, raised several complexities regarding the actual scope of such

---

the only difference being that the sequences of steps is usually implicit within a use claim (where only the purpose of use is indicated), whereas it is set out explicitly (as passages to carry out the activity) in method claims. Therefore, according to the Enlarged Board, there would not be a substantial difference between the two claiming formats, the choice being just a matter of preference. See *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 11.

[57] *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, §18 (end of the paragraph). Claiming the invention as manufacturing process also proved helpful in demonstrating its industrial application. *Id.*, § 16. And indeed it is worth to remember that method of treatment were initially excluded from protection for a presumed lack of industrial applicability.

[58] See *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 21.

[59] See M. FISHER, *Second Medical Indications and the Swiss-Form Claim: Taming Frankestein's Monster: Part 1 – Solving One Problem Creates Another*, in 2017 *E.I.P.R.*, 39, 574, at 578-597 highlighting how the EBOA purposefully disregarded the intention of the EPC 1973 signatories, which was clearly against the extention of patent protection to further medical use inventions.

[60] See J. COCKBAIN, S. STERCKX, *Purpose-limited pharmaceutical Product Claims under the Revised European Patent Convention*, (nt. 26), at 90, observing the departure from previous case law of the Board which generally does not allow novelty of the invention to be assessed from the intended purpose of the end product, but rather from its technical features. Similarly see B. DOMEIJ, (nt. 10), at 131. See also J. COCKBAIN, S. STERCKX, *Is the Enlarged Board of Appeal of the European Patent Office Authorised to Extend the Bounds of the Patentable? The G-3/85 Second Medical Indication/ESAI and G-2/08 Dosage Regime/ABBOTT RESPIRATORY Cases*, in 42 *I.I.C.*, 257, 2011, at 265.

inventions [61] and, consequently, their infringement [62]. The EBoA, indeed, precisely decided not to follow the lead offered by the German approach to the matter at the time, which anchored protection of second medical use invention to the element of *augenfällige Herrichtung* (i.e. manifest arrangement) [63], leaving matter of infringement to National Courts [64].

Lacking any clear indication from the EPO in this regard, scope of protection for Swiss-type of claim invention remained vague at best. It was not clear, in particular, whether protection in such a case would extend or not to the products directly obtained throughout the claimed manufacturing process, as generally envisaged by art. 64, 2°, EPC 2000 for process inventions [65]. While

---

[61] See at this regard E. VENTOSE, *Medical Patent Law – The Challenges of Medical Treament*, Cheltenham UK-Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2011, at 238, arguing that if both the (manufacturing) process and the derived products are known to the state of the art and the patent merely teaches how to use the invention in the medical field, then the invention only evolves around a new use claim, which could just amount to an excluded method of medical treatment.

[62] This is precisely the reason for which the EBOA in *ABBOTT Respiratory* will eventually abolish this claiming format (i.e. for "[…] the absence of any functional relatioship of the features (belonging to therapy) conferring novelty and inventiveness, if any, and the claimed manufacturing process". See *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R. 262, § 7.1.3, *infra* § 6.

[63] The EPO Enlarged Board of Appeal was familiar with German approach to second medical use inventions widespread at that time, as confirmed in the *Hydropyridine* decision (Decision X ZB 4/83), asking for the invention to result in the manufacturing of a product whose appereance – i.e. its external packaging or the information contained in the information leaflet thereby contained – clearly bore a manifest link to the therapeutical use for which protection had been sought. However, the EBoA explicitly explained that it could not embrace the approach promoted by one jurisdiction only, no matter how authoritative it was. See *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 17-18.

[64] The EBOA declared indeed that matters of infringement, pursuant to art. 64, 3° EPC had to be left to National courts. See *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 18. Such short-sighted approach, heavily criticized by M. Fisher, has been later corrected by the amendments introduced by the EPC 2000. M. FISHER, (nt. 59), at 597.

[65] While art. 64 EPC does not enter into details with regard to the exclusive rights conferred by the patent, referring to the national patent laws of the States where protection will be validated, art. 64, 2° EPC demands that if the subject-matter of the European patent is a process, the protection conferred by the patent shall extend to the products directly obtained by such process. The framers did not want eventually to accept the proposal of the Swiss delegation to introduce a rebuttable presumption of infringement in favour of the patentee when the products directly obtained through the patented process were new. See M.S. SPOLIDORO, *Revisione della legislazione nazionale in materia di brevetti per invenzioni industriali, commento all'art. 2 D.R. n. 1127 del 1939*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1981, 678, at 683. Such a mechanism will be later introduced by the TRIPs Agreement (art. 34). See *infra* note 68.

this construction would seem logical at first sight and in line with the fact that novelty of second (medical) use invention must to be searched for in the new therapeutical application of the known substance (i.e. the medicament), it is worth recalling that such protection is justified and therefore accorded when the products are made through a *new* and *inventive process*. In other words, it is the patentability of the process in itself that matters: should the process be patentable and should such process happen to be one dealing with manufacturing or anyhow with the making of final products, then in order to better protect the process [66], protection is further extended to the products directly obtained, regardless of whether they can autonomously be patented or not [67]. This clearly emerges from the circumstance that the provision does not condition its protection to the circumstance that the product be new [68] or inventive, as in such a case the inventor could easily get a product patent [69], but rather to the

[66] In this sense see G. DRAGOTTI, *Brevetti di prodotto, di procedimento e invenzioni d'uso dopo i Gatt-TRIPs*, in *Riv. dir. ind*., 1997, I, 99, at 105. A. VANZETTI, V. DI CATALDO, (nt. 27), 444 and ff.

[67] In this way, G. FLORIDIA, *Procedimento e prodotto nelle invenzioni farmaceutiche*, (nt. 16), at 49-50. G. SENA, (nt. 12), at 320.

[68] Thanks to the harmonization following the signing of the TRIPs Agreement, many national patent laws today envisage a *prima facie* presumption of infringement applying when the directly obtained products happen to be new. In such a case, identical products released on the market by a third un-authorized party will be deemed infringing, unless the latter is capable of proving that he manufactured them through a different process. It has been rightfully pointed out, however, that such a rule has only procedural value, reversing the burden of proof when no similar products existed in the market before the ones directly obtained through the new patented process. It seems, therefore, that novelty in this case cannot be given the same contours it has pursuant to Art. 54, 1°-3°, EPC. See G. FLORIDIA, *Procedimento e prodotto nelle invenzioni farmaceutiche*, (nt. 16), at 51; *contra* G. GUGLIELMETTI, *Commento al d.lgs. 19 marzo 1996, n. 198, sub art. 13 Legge Invenzioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1998, 118, at 121.

[69] If product protection represents a feasible option for the patentee, he will surely choose to follow such path, as such protection is the strongest, covering against all identical products entering the market, no matter how they have been produced. In this sense: A. VANZETTI, *Procedimento, prodotto e unicità dell'invenzione*, in *Studi in memoria di P. A.E. Frassi*, Milan, Giuffrè, 2010, 755. Claiming both process and product protection, however, might be convenient for the patentee whenever the former has some impact on some specific features of the latter or where the latter (take, for example, a chemical substance) is already available in other forms but it can be produced in a purer or more advanced form thanks to the process. In all these cases, normally addressed to as *product-by-process* inventions, the patentee will find valuable to claim within the same patent the product as obtained through a certain the specific process. See V. DI CATALDO, *La brevettabilità delle biotecnologie. Novità, attività inventiva, industrialità*, in *Riv. dir. ind.*, 1999, I, 177, at 180-184; ID., Note, however, that *product-by-process* inventions seem to receive different protection from the one insisting on products directly obtained

sole circumstance that the items be *directly obtained* through the claimed process [70]. And indeed it is commonly accepted that (even identical) products made through a different method or process (than the patented one) will not be infringing [71].

In conclusion, it seems that while this form of protection can be surely helpful to protect some subject matters belonging to the pharmaceutical sector, such as for product-by-process inventions typical of the biotechnological sector [72], its applicability to Swiss-type of claims remained uncertain.

5. *The expansionist trend of second medical use inventions. What does "further" use expressly mean?*

The term second use patent in the medical field has been initially intended, at least by scholars, as referring to an invention consisting in a second mode of employment of a known product, patented in light of a first medical use, in a way to treat [73] a *different* ailment than the one targeted by the first patent [74].

---

through a process invention, as in the latter case the invention would always be a process invention, *product-by-process* inventions seem to be equated to product inventions. ID., *Biotecnologie e diritto. Verso un nuovo diritto, e verso un nuovo diritto dei brevetti*, in *Contr. impr.*, I, 2003, 319, at 378 and ff. In the same way: M. SCUFFI, *Product-by-process claims: un contrastato impiego nell'invenzione chimico-farmaceutica e biotecnologica*, in *Dir. ind.*, 2002, 340, at 344.

[70] This requirement has been interpreted strictly, in a way to exclude protection every time there are intermediate production steps to finalize the product and the items are not the direct and tecnhnically inevitable result of the patented production process. At this regard see A. VANZETTI, V. DI CATALDO, (nt. 27), 445. L. BENTLEY, B. SHERMAN, D. GANGJEE, P. JOHNSON, *Intellectual Property Law*[5], Oxford, Oxford University Press, 2018, at 648 and ff.

[71] See G. FLORIDIA, *Le creazioni intellettuali a contenuto tecnologico*, in *Diritto Industriale, Proprietà Intellettuale e Concorrenza*[6], Turin, Giappichelli, 2020, at 251. This circumstance explaning why product protection, being absolute, is always preferrable to process protection for the inventor. And indeed, in case of a product patent, an identical product manufactured through a different process would be deemed infringing. See V. FALCE, (nt. 3), at 246.

[72] In this sense: A. MUSSO, (nt. 13), at 190 and ff.

[73] It is important to point out that the decision of the EBOA in *EISAI* was rendered in relation to second or further *therapeutic* applications of a known substance. Nonetheless, it is appropriate to interpret the principle stated therein broadly in a way to encompass also new uses of substances manufactured to be implemented in a diagnostic or surgical method. Extensively on the point see E. VENTOSE, *Medical Patent Law*, (nt. 61), at 256 and ff.

[74] See F. BENUSSI, (nt. 26), at 105; D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 521, explaining that the critical limit was reached when further second use inventions were patented for the treament of

This case, indeed, was surely the most straightforward to address, given that the novelty of the invention – deriving from the new and specifically claimed use – would lay in the possibility of treating an illness not previously treated by means of the known substance as patented: hence, the invention solved a new technical problem [75]. In the aftermath of *EISAI*, however, the jurisprudence of the Technical Boards implemented the new *Swiss type of claim* format to second medical use invention very broadly, stretching the boundaries of patentable subject matter way beyond the requirement of a new different disease to be treated.

a) *Transposition of the therapeutical effects on a new class of patients.*

In *DUPHAR/Pigs II* the Board granted protection, in the form of a second medical use invention, to the therapeutical application of a vaccine, which was already known to be effective in the treatment of a certain class of animal (i.e. sero-negative pigs), with regard to a new and different class of animals (i.e. sero-positive pigs) [76]. The Board clearly recognized that, different from the circumstances in *EISAI*, the alleged second medical indication in this case was not aimed at curing a different ailment. The question, therefore, concerned whether the newly discovered efficacy of a vaccine (to immunize against a known illness but) in relation to a *different class* of animals (than the ones it had already been proven useful for) could be considered a new therapeutic application, from which novelty could be inferred in accordance with the principles of the Enlarged Board's Decision [77]. The question was positively answered by the Board, explaining that "[…] a new use is not only valuable in cases where a novel area of therapeutic use, i.e. a novel medical indication, is provided but also in those cases where a novel class of animals, *which previously did not respond to a medicament*, is cured or protected against a disease (ital-

---

the same illness with the same compound. B. DOMEIJ, (nt. 10), at 130. E. VENTOSE, *Medical Patent Law*, (nt. 61), at 240; H.-R. JAENICHEN, J, MEIER, N. HOLDER, *Medical Use Claims: EPC2000 and its Impact on Prosecution and Enforcement*, in *Patent and Technological Progress in a Globalized World*, (nt. 24), 255, at 256.

[75] In this way: E.D. VENTOSE, *Patent Protection*, (nt. 27), at 67.

[76] See *DUPHAR/PigsII*, case T 19/86, 1988, 1 E.P.O.R. 10. The technical problem underlying the present invention was, indie, intended as the provision a method of immunization applicable to sero-positive piglets against Aujeszky's disease. The Technical Boards adopted similar views in *Controlling bleeding/QUEEN'S UNIVERSITY KINGSTON*, T 893/90, of 22 July 1993, r.d. § 4.3., concerning bleeding control in non-haemophilic mammals (as specific classo of patient with different features than haemophilic mammals.

[77] *DUPHAR/PigsII*, case T 19/86, 1988, 1 E.P.O.R. 10, r.d. § 6.

ics added)"[78], and therefore concluding that "[…] the question whether a new therapeutic use is in accordance with the decision GR 05/83 should not be answered exclusively on the basis of the ailment to be cured but also on the basis of the subject (in the present case the new group of pigs) to be treated"[79].

b) *Different way of functioning of the medicament at a physiological or at a cellular level.*

Another peculiar case concerned circumstances where the further medical application was recognized in the different way of functioning of the medicament at a physiological or at a cellular level[80]. In *ICI/Cleaning Plaque*, for example, the invention under scrutiny regarded a treatment of the human body with the same active substance (i.e. lanthanum salts), for the same therapeutic purpose (i.e. prevention of tooth decay), of a previously granted (and expired) patent[81]. The Board considered that while the therapeutic purpose could seem the same, the prior art document disclosed the use of lanthanum salts in dental compositions for the purpose of depressing the solubility of tooth enamel in organic acids, thus strengthening the enamel so as to inhibit tooth decay. Quite differently, the claimed invention was aimed at improving the removal of plaque from teeth by using compositions including lanthanum salts in a way to inhibit tooth decay, which would be caused by the presence of the plaque. Thus, according to the Board the claimed invention brought up a novel and different technical effect which represented a further novel therapeutical application pursuant to *EISAI*[82].

c) *Alteration of the original form of administration.*

From there, the expansionist trend of the Technical Boards went on to broaden patentable subject matter in a way to further extend protection to inventions amounting to an alteration of the original form of administration of a

[78] The requirement of the *different* class has been later specified to be intended as "[…] a new group of subjects which is distinguished from the former by its physiological or pathological status". See *Adrenaline/MEDCO RESEARCH*, T 233/96, 4 May 2000, unreported, r.d. § 8.7., where the Technical Board further stated that the choise of the new group of patient must not be arbitrary, which means that "[…] there must exist a *functional relationship* between the particular physiological or pathological status of this new group and the therapeutic effect obtained".

[79] *Id.*, § 8.

[80] In this sense see D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 522.

[81] See *ICI/Cleaning Plaque*, case T 290/86, 11 November 1990, 1991 E.P.O.R. 157.

[82] *Id.*, r.d. § 6.1.

certain pharmaceutical substance [83]. In *HCG/SERONO* the invention regarded the use of human chorionic gonadotrophin (HCG) for the manufacture of a medicament aimed at treating male sexual disorders [84]. The invention was once again claimed pursuant to the Swiss type format, the alleged novelty and inventiveness of the technical contribution lying in the subcutaneous form of administration. Protection had been initially denied in light of a prior art document showing the use of the same substance to treat the same ailment via intramuscular injection. By contrast, on appeal The Board acknowledged that the question to be decided regarded precisely "whether a difference in the mode of administration of a medicament can be treated as a new therapeutic use" [85] and took the view that "mode of administration may be a critical factor in a medical treatment, and no reason can be seen for any a priori bar to relying on this difference when distinguishing over the prior art. Rather patentability must be treated as depending only on whether this modification is in fact novel and inventive" [86]. In a similar fashion, in *Trigonelline/MAI* the Technical Board granted protection to a second medical use invention consisting in the use of trigonelline (substance extracted from fenugreek seeds) for the production of capsules (for peroral administration) for reviving, stimulating and enhancing hair growth in living creatures, whereas the prior art contained plenty of anticipating documents, in particular one disclosing the use of fenugreek seeds in a compound (containing ten plant substances) administered in topical form (i.e. as a lotion to be put on the sculp) to treat hair loss and stimulate hair growth [87].

---

[83] Those possibilities had been expressly envisaged indeed in *Second medical indication/EISAI*, G 5/83, 1985 O.J. EPO, r.d. § 20, where the Technical Board said "where the medicament itself is novel in the sense of having novel technical features – e.g. a new formulation, dosage or synergistic combination – the ordinary requirements of Article 54(1) to (4) EPC will be met […]".

[84] See *SERONO/Subcutaneous administration of human chorionic gonadotrophin*, case T 51/93, unreported, 8 June 1994.

[85] See *SERONO/Subcutaneous administration of human chorionic gonadotrophin*, case T 51/93, unreported, 8 June 1994, r.d. § 3.1.1.

[86] See *SERONO/Subcutaneous administration of human chorionic gonadotrophin*, case T 51/93, unreported, 8 June 1994, r.d. § 3.1.2.

[87] See *Trigonelline/MAI*, case T 143/94, of 6 October 1995, in O.J. EPO 1996, 430, r.d. § 7.2. and ff. According to the Board, "[…] document (43) […] describes a topical preparation for the treatment of hair growth problems, [whereas] the problem addressed by the contested patent can be viewed in providing an alternative mode of administering such a preparation using trigonelline, or more specifically fenugreek seed". *Id.* r.d. § 8.1.

d) *Different dosage regimen: the last bastion to conquer.*

A very controversial case within the patentability of second medical use invention has regarded the case of new dosage regimens. The early approach of the EPO Chambers in this instance seemed to be very much influenced by the German jurisprudence where the Supreme Court denied protection on the ground that administration regimen constituted an abstract medical activity, therefore not patentable pursuant to the equivalent German provision of art. 52(4) EPC 1973 [88].

In *PROCTER & GAMBLE/Gastrointestinal compositions*, the Board denied protection to an invention consisting in the use of a combination of two known substances for the manufacture of a known medicament for treating or preventing gastrointestinal disorders, where the only distinguishing technical feature amounted to the slightly different prescribed regimen for the treatment [89]. While the ultimate decision of the issue was greatly facilitated by the presence of anticipating prior art [90], the Board took great care in explaining that "[…] determination of the best individual treatment schedule, in particular the prescribing and modification of drug regimens used for administering a particular medicament, so as to comply with the specific needs of a patient, appear to be in the first place part of the typical activities and duties of the doctor in attendance in exercising his professional skills of curing, preventing or alleviating the symptoms of suffering and illness. These are, however, typical non-commercial and non-industrial medical activities which Article 52(4) EPC 1973 intends to free from restraint" [91].

Similar conclusions were achieved in *Thiazide diuretics/EURO-CELTIQUE*, regarding the administration of a known medicament (i.e. thiazide diuretics) in a particular prescribed dosage regimen for the (known) treatment of hypertension (without simultaneously causing effective diuresis) [92]. Here once

[88] See German Federal Supreme Court decision of 19 December 2006 – *Carvedilol II*, 38 *IIC* 481. Significantly, the Court stated that administering a medicament and determining a suitable therapy plan for a patient are characteristic part of the activities of the treating physician, hence excluded from protection under Art. 52(4) EPC 1973.

[89] See *PROCTER & GAMBLE/Gastrointestinal compositions*, case T 0317/95, 26 February 1999, unreported.

[90] See *PROCTER & GAMBLE/Gastrointestinal compositions*, case T 0317/95, 26 February 1999, unreported, r.d. § 4.4, noting that even the class of patients was identical and that there was evidence showing that the administration of the two substances in combination had already been pursued by a hospital physician.

[91] *Id.*, r.d. § 4.5.

[92] *Thiazide diuretics/EURO-CELTIQUE*, T 0056/97, 30 August 2001, unreported.

again the Board expressed the view that protection could not be granted when novelty exclusively hinged upon activities which were non-commercial and non-industrial: i.e. medical activities, which the EPC framers intended to remain free and unconstrained [93].

While this view was defended for a while by the Technical Boards in several other decisions [94], it didn't take long for the reasons and needs of the pharmaceutical industries to break this wall and convince the EPO of their soundness. In *GENENTECH/Method of Administration of IGF-I* [95] the Board argued that it did not see any reason to set an *a priori* ban against the protection of the efforts of a person who develops a novel therapy by looking for the most effective way in which a known composition can be administered, denying "even the limited form of patent protection of second medical use […] without an examination of whether the therapy is indeed novel and inventive" [96].

The *GENENTECH* decision marks a milestone within the case law of the EPO Technical Boards, as not only the Board openly discarded previous decisions standing against the patentability of dosage regimens [97], but it also paved the way to eventually set aside the discussion on whether novelty of second

[93] See *Thiazide diuretics/EURO-CELTIQUE*, T 0056/97, 30 August 2001, unreported, § 2.5, defining the claimed invention "an unsuccesful attempt to obtain protection for a method of therapeutic treatment of the human or animal body by couching it in the form of a Swiss type claim".

[94] Similar conclusions were reached in *Use of Nicotine/ELAN CORPORATION*, case T 0584/97, 5 December 2001, unreported, denying protection (for lack of novelty) to an invention claiming the use of a substance (nicotine) for the manufacture of a medicament (a kit containing sub-therapeutic and therapeutic units) for therapeutic application (the treatment involving conditions susceptible to nicotine therapy involving the separate or sequential administration of increasing doses of nicotine. See also *Liposome composition/SEQUUS*, case T 04/98, 9 August 2001, [2002] E.P.O.R. 371, r.d. § 8, where the Board held that the "three times dosage" added at the end of some of the claims, as the sole and only distinguishing technical feature, was not enough to infer novelty.

[95] *GENENTECH/Method of Administration of IGF-I*, case T 1020/03 2006 E.P.O.R. 67. The case involved the use of a known substance (i.e. insuline-like growth factor-I) in the preparation of a known medicament to treat chronic renal failure in mammals according to a very specific administration pattern (specifically alterning administration cycles with periods of discontinuation and repetition of such alternation of cycles for as long as necessary to maintain the renal function of the mammal active).

[96] *Id.*, § 43. The Board further argued that while it is the physician's duty to treat his patients applying the best method of treatment known, knowledge regarding efficacy and effectiveness of different treatments is gained through experiments and testing, which need to be financed. *Id.*, § 46.

[97] *Id.*, § 40.

medical use inventions had to be interpreted as requiring a different ailment to be treated. With specific regard to the latter issue, the Technical Chamber in *GENENTECH* openly rejected any reading of *EISAI* which would hint to such a direction arguing that, while it was surely easier to positively assess novelty in a second use claim when the invention was aimed at solving a different technical problem (i.e. the different disease), nothing in the text of the decision excluded protection of different types of second use inventions [98]. Moreover, the Board warned against adopting such a narrow construction of the novelty requirement which would have constrained the examiner to restrict his analysis to the compositions claimed and the illnesses to be treated, ignoring any other potential innovative features of the method set out in the claim [99]: such an approach, argued the TBA, would carry negative effects not simply to the interests of the pharmaceutical industry, but for the innovation process at large, slowinging down the knowledge on how medicines can be most effectively used [100].

6. *The amendments of the EPC 2000 and the new frontiers of second use patents.*

Given the increased importance of second use inventions in the medical field [101], when times were ripe for a revision, EPC signatory Countries decided to put to rest once for all the praetorian law [102] created by the EBoA in *EISAI*

[98] *Id.*, § 72.

[99] *Id.*, § 74.

[100] *Id.*, § 75. The incentive *rationale* and the needs to protect the economic interests of the pharmaceutical industry, even if to the ultimate benefit of society at large, is persistent throughout the decision. See also § 46 (last part) where the Board expressly states that "Allowing second medical use patents serve sto increase the possibilities of someone undertaking the necessary research. If the possibility of obtaining a financial return is excluded less research is likely to take place".

[101] This in particular is due to the explosion of so called "personalized medicine", whereby molecular profiling is used for the tailoring of the right therapy for the right person. The development of personalized medicine, in turn, will lead into so called "stratified medicine" whereby doctors will be able to group patients with a similar molecular profile and target specific treatments to different patients subgroups. The spreading of personalized medicine is likely to spur the recourse to second (and further) medical use inventions. See S.J.R. BOSTYN, *Personalised medicine, medical indication patents and patent infringement: emergency treatment required*, IPQ, 2016, 151, at 153 and ff.

[102] Such words have been used by the very same EBoA in *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R. 262.

by introducing clear-cut amendments to the Convention, which would eliminate any legal uncertainties regarding the patentability of further medical uses [103]. With specific regard to second medical use inventions in particular Art. 54 was substantively amended so that its new version, contained in the so called EPC 2000, embedded a new 5th prong (the existing one becoming the 4Th of the same article) specifically meant to extend patent protection to any further medical use of a known substance or composition (already patented in light of a first medical application). In the wording of the new prong, patent protection will not be excluded for any known substance or composition for "[…] *any specific use* in a method referred to in Article 53(c) EPC 2000, provided that *such use* is not comprised in the state of the art" [104].

While the aim of such amendment was claimed to be the granting of a form protection equivalent to that offered by Swiss-type of claims [105], in a way to set aside such claiming format and bring clarity and certainty in the field, it seems none of such goals were achieved. It is worth pointing out that the enactment of the EPC 2000, which happened to enter into force only in 2007, did not mark the end of Swiss-type of claims. In lack of an express elimination of the latter, the EPO divisions keeped releasing titles of protection drafted in such claiming format until the EBoA in *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime* sanctioned its express abolition in 2010 (to be effective in early 2011) [106].

---

[103] Quite critical in this regard is Fisher who eloquently describes the amendment to the EPC as "[…] as ex-post legislative tidying of the mess created by the Enlarged Board in *EISAI.* See M. FISHER, (nt. 59), at 579.

[104] Note the clear difference in language with the previous prong, now Art. 54(4) EPC 2000, stating that protection is not excluded for "[…] any substance or composition, comprised in the state of the art, *for use* in a method referred to in Article 53(c), provided that *its use for any such method* is not comprised in the state of the art (italics added)", where the generic mention to "use" and the linking of the novelty requirement to the circumstance that the use for "any such method" is new were aimed at circumscribing protection to the sole istance of the first medical use conceived of a substances previously known for its mode of employment in different sectors.

[105] See at this regard the wording of the Swiss Delegation at the Revision Conference where it stated that the new art. 54, 5°, EPC, "[…] unambiguously permits purpose – related product protection for each further new medical use of a substance or composition already known as a medicine" and that "This protection is equivalent, as far as the further uses are concerned, to that offered by the 'Swiss type claim'. In contrast to previous Article 54(5), now Article 54(4) EPC, providing broad (generic) protection for use in a medical method for the inventor of such use for the first time, new Article 54(5) is expressly limited to a specific use. This limitation is intended to match as closely as possible the scope of protection to the scope provided by a 'Swiss type claim'". The explanatory notes drawn up by the Swiss Delegation, MR/l8/00, point 4, Munich, November 21st 2000.

[106] *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R.

This means that up to 2031 at least (as the grant of a CPC could prolong duration of other five years) Swiss-type of claim inventions will coexist with the new purpose-bound product protection format introduced by the EPC 2000, which renders clarification on any like difference in scope of protection even more compelling.

6.1. *The meaning of "any specific use" within the context of novelty of the invention and the patentability of new dosage regimens.*

The perimeter of the new Art. 54(5) EPC 2000 was deeply explored by the Enlarged Board of Appeal following the remittal by the Technical Board in *KOS LIFE SCIENCES INC/Dosage regimen* [107]. The invention claimed the use of nicotinic acid for the manufacture of a sustained release medicament for use in the treatment of hyperlipidaemia by oral administration. Whereas the use of nicotinic acid in the treatment of hyperlipidemiae was known at the time of filing, as shown by prior art documents, the patentee argued that (second medical use invention's) novelty stemmed from claim 1 expressly indicating a different dosage regimen (i.e. "once per day prior to sleep"). The Examining division, however, refused protection on the basis that the specific drug administration regimen constituted a medical activity excluded from patentability (by Art. 52(4) EPC 1973) and therefore could not be considered a further medical indication from which novelty could be inferred [108]. Confronted with the issue, the Board of Appeal deemed that the points of law at issue deserved clarity and remitted the case before the EBoA precisely asking whether, from a joint reading of new Art. 53(c) and Art. 54(5) EPC 2000, protection could be granted to a second use of the medicament providing a new and inventive treatment by therapy of a certain illness when the very same medicament was already known to be useful for that specific illness. Secondly, assuming a positive answer to the first question, the Technical Board asked whether patenta-

262, r.d. § 7.1.2.-7.1.4. Following the decision the EPO issued a formal notice (*Notice from the European Patent Office dated 20 September 2010 concerning the non-acceptance of Swiss-type claims for second or further medical use following decision G 2/08 of the Enlarged Board of Appeal*, O.J. EPO 2010, 514) to clarify that Swiss-type of claim format could not be anymore acceptable after 28th January 2011 (three months later the official publication of the decision, as decided by the EBoA).

[107] *KOS LIFE SCIENCES INC/Dosage regimen*, case T1319/04, 22 April 2008, unpublished.

[108] *Id.* r.d. §§ 27-28.

bility could be possible even in istances where the only novel feature of the treatment was a new and inventive dosage regime [109].

The EBoA started its analysis by examining at length the new EPC provisions, as modified by the EPC 2000 [110], especially concentrating on the new prong of Article 54 EPC introducing protection for further medical use inventions. Following the same line of reasoning of the TBA in *GENETECH* [111], the EBoA asserted that Article 54(5) EPC did not define any degree of distinctiveness the new use must possess in order to qualify for protection [112], and that limiting patentability of further medical use inventions only to cases of inventions aimed at treating a different illness than the one targeted by a previous patent (regardless whether first or second use patent) would amount to an arbitrary reading of the provision, at odds with the good faith principle stated in Article 31(1) of the Vienna Convention [113].

With regard to the specific subset of cases represented by further medical use inventions whose only distinguishing feature lays in a different dosage regimen, the EBoA stated that it did not see any good reasons in principle to treat this type of inventions *a priori* differently from any other further medical use inventions. Although in theory new dosage patents could be seen as a vehicle to unduly prolong patent protection, the EBoA was confident that such a risk will be eluded thanks to the inventive step hurdle, which will further demand that the claimed dosage regimen be not simply verbally different from the prior art, but also reflecting a different (and inventive) technical teaching [114].

---

[109] See *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R. 262, Summary of Facts, § I.1.

[110] And indeed, as the patent application was still pending in December 2007, the Board decided that – pursuant to the Decision of the Administrative Council of 28 June 2001 on the transitional provision under art. 7 of the Act revising the European Patent Convention of 29 November 2000, Article 1, No. 1 and 3 – the case had to be decided in light of the new provisions contained in the EPC 2000.

[111] In *GENETECH*, the Technical Board explained that the words "any specific use" within the new Art. 54(5) (not entered into force at the time of the decision) would not demand a further hurdle, within the novelty assessment, to comply with for further medical uses to be patentable: namely that the new therapy be specified in some very extensive and detailed way, so as to show its intrinsic novelty. *GENENTECH/Method of Administration of IGF-I*, case T 1020/03 2006 E.P.O.R. 67, § 51.

[112] *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R. 262, r.d. § 5.9.1.

[113] Vienna Convention on the Law of Treaties concluded on 23 May 1969 (hereinafter "Vienna Convention"). See *Id.*, § 5.9.9.1.

[114] *Id.*, § 6.3., second indent.

6.2. *The meaning of "any specific use" and the scope of protection of further medical use inventions.*

So what is the purpose of the introduction of the wording "any specific use" as opposed to the more generic "for use" (in a method referred to in Article 53(c) [115]) of the fourth prong of Art. 54 EPC? There is widespread consensus that such wording is meant to grant limited protection to the product claimed in the invention (i.e. the substance or composition), whose scope is therefore limited to the specific function or purpose of the product, as specified in the patent, in the "for the use in the treatment of …" part of the claim [116]. This interpretation, which is in line with the intentions of the framers of the Revision, has been embraced also by the EPO Chambers that have agreed on the circumstance that the only appropriate way to interpret the wording "any specific use" within such provision is to refer it to the scope of protection, which is limited to the specific claimed use, as opposed "[…] to the generic broad protection conferred by the first claimed medical application of a substance of composition, which is in principle not confined to a particular indication" [117]. And indeed, while the latter could just vaguely claim some sort of medical use, being the substance known for its previous application in a different (non-medical) sector, second medical use inventions must demonstrate their departure from the first-use invention, hence they needed to claim a *specific* use within a method referred to in Article 53(c) EPC2000 [118].

Pursuant to the jurisprudence of the EPO Technical boards there would seem to be a hierarchy, therefore, in patent breadth – hence, strength – in the medical field, where (structurally) new compound or substances patented for the first time for a medical application would receive the strongest protection [119]: what we could call "absolute and across-sectors" product protection.

---

[114] In *Hoffman La Roche/Pyrrolidine derivatives*, T 128/82, *supra*, r.d. § 11, the Technical Board clarified that the word "a" of Article 54, 5°, EPC 1973 (today 54, 4°, EPC 2000) should not be interpreted as having a numerical significance, and therefore the scope of protection should not be limited to the one therapeutical method first brought into light with the first medical patent.

[116] See, more extensively, S.V.R. BOSTYN, *Patenting DNA Sequences*, (nt. 20), at 56-60; D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 517; H. AHN, (nt. 3), at 51.

[117] *ABBOTT RESPIRATORY/Dosage Regime*, G 2/08, 19 February 2010, [2010] E.P.O.R. 262, r.d. § 5.10.3.

[118] *GENENTECH/Method of Administration of IGF-I*, case T 1020/03 2006 E.P.O.R. 67, r.d. §§ 48-52.

[119] See *supra* the authors quoted in note 20.

Second in rank, there would be first medical use inventions. In this case, indeed, according to the EPO jurisprudence, protection would extend to all unforeseen *medical* uses of the compound and would not be anyhow limited in scope to the first therapeutical method of employment as described in the patent [120]. In this latter case, therefore, it would be more appropriate to talk about "sector-bound" product protection (or "absolute purpose-bound" protection). Eventually, subsequent medical uses of such compounds or substances would receive "purpose-restricted product protection" [121], meaning that inventors would be entitled to use the known compound or substance only with regard to the specific highlighted medical use [122].

Within this framework, which is not devoid of criticisms, one should decide where to put second medical use inventions claimed pursuant to a Swiss-type of claim format, since we have seen that this type of patents will be around for quite some time still. It is not clear, in particular, whether such inventions would receive the same protection of second medical use inventions claimed pursuant to new Art. 54, 5° EPC 2000, hence to be placed in the same level of the afore depicted pyramid, or if, on the contrary, their protection would be somewhat more restricted, in a way to constitute the fourth – and the lowest – level of protection in terms of patent scope. It is still controversial, indeed, whether the change in the novelty provision has broadened or not the quantum of protection granted to second medical uses by the EISAI decision [123].

While it is obvious that EPC framers wanted to eliminate Swiss-type of claim inventions, whose construction proved to be way too cumbersome, it is not as clear if they intended the new type of inventions to exactly match the scope of protection of – hence, replace – the preceding one. A mere look at the literal wording of new the provision would surely militate for a strengthening of protection. And indeed the new indent of art. 54(5) EPC 2000 talks about

---

[120] see also D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 517 and 521. In particular, Schneider argues that second use inventions would differ from first use inventions in that only in the former case the "specific use" must be included in the claim, whereas in first use invention the use – despite it needs to be specific and substantial – can be simply disclosed.

[121] See *Board of Regents, The University of Texas System/Cancer Treatment*, T 1780/12, unpublished, r.d. § 3-4.

[122] See B. DOMEIJ, (nt. 10), at 133. *Contra* see R. MOUFANG, *Patentability of pharmaceutical innovations*, (nt. 35), 54, at 57 and 67. According to Moufang both first and further medical indications of known substances or compositions should be afforded use-limited product protection.

[123] Sir Robin Jacob has recently asserted that patents on second medical uses are "patents of uncertain scope". See J. NURTON, (nt. 49), 1.

protection of "compositions" or "substances", which clearly implies a shift from process protection, as intended in *EISAI*, to product protection. As a consequence, despite being both limited to the specific use claimed, it would seem logical to assume that protection offered by purpose-limited product invention be broader in scope than the one offered by a manufacturing process claiming the use of a certain substance for the manufacturing of a medicament to be used for a certain claimed use. It seems that this latter idea has been also followed by the EPO Chambers in the *Board of Regents* decision where the Board explicitly made clear that purpose-limited product claims and purpose-limited process claims belong to different claim categories and that therefore the latter confers less stringent protection [124]. The Technical Board, however, went one step ahead in this decision and in the attempt to clarify things, only made the situation worse. With regard to second medical use claimed pursuant to a Swiss-type of claim format, the Board eventually clarified that Art. 64(2) EPC applied because the claim was towards a manufacturing process and protection would therefore extend to the products directly obtained. Furthermore, the Board added that "[…] the product directly obtained is the *manufactured medicament* which contains as an active substance human alfa glucosidase in the 100 to 110 kd form and which is *packaged and/or provided with instructions for use* in the treatment of infantile Pompe's disease" (Italics added) [125].

The clarity of the above paragraph, however, was followed by a quite unclear description of the scope of protection of second medical use inventions claimed as purpose-bound product inventions. At this latter regard, indeed, the Board stated that the invention "[…] drafted as a purpose-limited product claim […] confers protection [on the human acid alpha glucosidase in the 100 to 110 kD form,] *whenever it is being used for the treatment* of infantile Pompe's disease." Adding that "since the claim does not refer to a step of manufacture of a medicament, the product claimed, i.e. the human acid alpha glucosidase in the 100 to 110 kD form, *is not limited to a manufactured medica-*

[124] Cfr. *Board of Regents, The University of Texas System/Cancer Treatment*, T 1780/12, 30th January 2014, ECLI:EP:BA:2014:T178012.20140130, r.d. § 22. The case specifically addressed the question of whether an amendment concerning only a change in the format of a claim from a Swiss-type use claim to a purpose-limited product claim, as introduced by new Art. 54(5) EPC 2000 would have the effect of broadening the scope of protection and was therefore not allowable pursuant to Art. 123(3) EPC (expressly sanctioning that patent applications cannot be amended "in such a way as to extend the protection it confers").

[125] *Id.*, § 9.1.

ment, packaged and or/with instructions for use in the treatment of infantile Pompe's disease (emphasis added)" [126].

Such broad construction of the (second use) invention when claimed as purpose-limited product invention was surely intended at marking the difference with the previous claiming format and, in particular, to stress that the former (being for product inventions rather than process) confers broader protection [127]. It seems, however, that the proposed scope of protection (for whatever use or method of employment of the claimed compound in the treatment of the identified pathology) risks being overly broad. And infact, at a closer look, the purpose-limited product claim was directed at the substance (the human acid alpha glucosidase in the 100 to 110 kD form) for use in the treatment of a specific ailment (i.e. infantile Pompe's disease) "wherein the human acid alpha glucosidase is to be administered intravenously, and wherein the treatment is to be continued for at least 4 weeks" [128]. It is not clear while the Board proposed such a broad claim construction, not taking into account the specific limitation of use provided for by the very same patentee.

In the last part of the decision, the Board attempted to timidly address (without calling things with their own names) the issue of infringement arising whenever two different medicinal products, protected through different second therapeutical use patents, happen to be identical in composition and pharmaceutical form and can be used interchangeably for one of the patented use [129]: a

---

[126] *Id.*, § 9.2.

[127] As it is in fact confirmed by the Board, clarifying that even if, thanks to Art. 64(2) EPC, the protection conferred to the invention claimed pursuant to a Swiss-type of claim automatically extends to the products directly obtained through the manufacturing process, the protection conferred by a purpose-limited product claim is broader. *Id.*, § 9.3.

[128] *Id.*, Summary of Facts and Submissions, § V.

[129] Doctors and physicians often recourse to the practice of so called "off-label" prescriptions whenever there is not an on-label alternative on the market or when the off-label use allows for a significant decrease of the sanitary expense for the system. More specifically, the term "off-label" refers to a scenario whereby a certain drug is prescribed for an indication, age group, or in a dosage or route other than those specified in the market authorization and reflected in its official leaflet. An off-label prescription, therefore, does not always corresponds to patent infringement. See R.M. JANSEN, *Off-label use of medications*, in *Legal and Forensic Medicine*, 1610. Notwithstanding the risk it carries for both health and safety of the patients and liability of physicians and pharmacists, this practice is quite spread especially in some medical sectors such as neonatology and paediatry. See C. LENK, G. DUTTGE, *Ethical and legal framework and regulation for off-label use: European perspective*, in 10 *Theapeuthics and Clinical Risk Management* 537, 2014, at 538 and ff. I. VRANCKEN, *Off-label Prescription of Medication*, in 22 *European Journal of Health Law* 165, 2015, 168. Conversely, the term "cross-

practice which happens to be very frequent in the medical field, especially when there happens to be a sensible price difference between the two drugs [130].

In a rather obscure paragraph, the Board held that in the hypothesis of distribution of a medicament containing human acid alpha glucosidase in the 100 to 110 kD form, but packaged and provided with instructions for the use in a treatment *other* than that of infantile Pompe's disease, the likely use of such medicament for the treatment of infantile Pompe's disease would only be "encompassed by the scope" of a purpose-limited product claim, whereas the protection conferred in the form of a Swiss-type of claim would not cover such a use [131]. This very short statement, not supported by any further reasoning, appears devoid of any logic.

Conclusion.

In the past decades, the EPO Chambers have gradually stretched the boundaries of patentable subject matter in the medical field in a way to encompass each and every sliver of inventive activity, including at the very last also dosage regimens. From the perspective of pharmaceutical industries, second medical use inventions in all their forms (from those identifying a specific subclass of patients to be treated to new dosage regimens) cover precious technical advances, whose conception has often requested enormous costs [132], hence

label" is used whenever a certain drug is not simply employed off-label, but when the medicinal product is specifically prescribed or sold for a mode of employment for which, despite not being comprehended in the MA nor in the information leaflet, has been recognized and approved for the underying active ingredient within a different MA (and very much likely, within a different patent). In other words, cross-label refers to the circumstance that the drug is prescribed or suggested for a different but protected therapeutical use. See J. DRESSEL, *Roundtable: The Second Medical Use Challenge*, in 265 *Managing IP*, 26, 2017, 27.

[130] Think about the controversy between the two medicinal products *Avastin* and *Lucentis*, approved for distribution to treat some types of tumors in the first case and otfalmic pathologies in the latter case, where the cross-label use of the latter caused a massive erosion of profits of the former drug, leading the two companies to engage in collusive behaviors aimed at partitioning the market pursuant to their respective MAs. See European Court of Justice of the EU, Grand Chamber, 23 January 2018, case C-179/16, *F. Hoffmann-La Roche Ltd. et al. c. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, ECLI:EU:C:2018:25.

[131] *Board of Regents, The University of Texas System/Cancer Treatment*, T 1780/12, 30th January 2014, ECLI:EP:BA:2014:T178012.20140130, r.d. § 9.4.

[132] See C. BERRISCH, *Second medical use claims and scope of protection – A work in progress since 1984*, in *Stockholm Intellectual Property Review*, vol. 2, issue 1, 2019, 38.

deserve to be rewarded with an exclusive right. Scholars however have sometimes perceived some of these titles of protection as "weak" patents, often obtained and then employed to fence off rival companies and to avoid the competitive pressure coming from equivalent products, once patent protection is expired [133]. But beyond the issue of the strategic implementation of patents, which was beyond the topic of this paper, several inconsistencies can be spotted in the EPO approach.

From a systematic point of view, while it may sound plausible to grant absolute protection to the inventor of a new compound patented for a medical application, the above hierarchy in patent strength between structurally new compound first patented for a therapeutical application, first medical use inventions and second medical use inventions does not persuade the reader. As vividly explained by several authors, the balancing of interests intrinsic in all patent laws between private interest of the firm to reap, with an exclusive right, the fruit of its investments in research, and public interest of society towards the advancement of science and technological progress, demands that patent protection be limited to the technical contribution invented [134], disclosed and claimed by the patentee [135]. As applied to the chemical field in general, such principle requires for protection be tailored to both the specific structure *and* the method of use of the compound [136]. Because in chemistry, struc-

[133] See M. FISHER, (nt. 59), at 581. Similarly see D.R. SCHNEIDER, (nt. 26), at 524, pointing at the potential "evergreening" effect that it is likely to happen when second medical indication patents are filed for and obtained by the same patentee. The risk of evergreening is equally evocated, precisely with regard to second medical indication patents, by A. KUR, T. DREIER, *European Intellectual Property Law, Text, Cases & Materials*, Cheltenham UK-Northampton, MA, USA, Edward Elgar Publishing, 2013, at 110.

[134] The principle that breadth of protection be proportionate to the actual increase in knowledge brought about by the patentee with his invention is well established in European patent laws. See V. DI CATALDO, *Questioni in tema di brevetto per formula generale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 1991, 554, at 557. G. GHIDINI, (nt. 13), 135.

[135] This view has been expressed by V. Di Cataldo (in, among others, V. DI CATALDO, *Sistema brevettuale e settori della tecnica. Riflessioni sul brevetto chimico*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 277 and ff.; *Fra tutela assoluta del prodotto brevettato e limitazione ai procedimenti descritti e agli usi rivendicati*, in *Riv. dir. ind.*, 2004, I, 111; *I brevetti per invenzione e per modello di utilità*, (nt. 5), at 155 and ff.; *Manuale di Diritto Industriale* (with A. Vanzetti), (nt. 27), 438 and ff.) arguing that while only with the advent of new sectors, where multiple uses were conceivable from a given product, specific provisions have been introduced to limit the scope of protection, such limitations should be regarded as implicit to all inventions regardless of the technological sectors, as the system is aimed at rewarding each inventor with an exclusive right which should reflect the ampleness of his inventive effort only.

[136] G. GUGLIELMETTI, *Tutela assoluta e tutela relativa del brevetto sul nuovo composto chi-*

ture and function of the invention are two ingredients bearing exactly the same relevance in the achievement of the desired technical contribution, protection of chemical inventions (especially in the medical field) should always be intended to be purpose-bound, no matter whether the compound is structurally new or not, or whether the compound was or not known to the medical field. Given this assumption, the thorny issue to be solved, specific to the medical field, remains infringement of such purpose-limited product claim inventions, given the circumstance that the structural portions of such inventions often happen to be identical.

The approach of the EPO Chambers, exclusively concerned with patentability issues, purposefully disregarding the impact its decisions would have on infringement, as if scope of protection and counterfeiting were not strictly connected, has been short-sited and much confusion permeates the issue today, as it shown by the very different positions espoused by national Courts [137].

mico, originalità dell'invenzione e dinamiche della ricerca, in *Studi di diritto industriale in Onore di A. Vanzetti, Proprietà Intellettale e Concorrenza*, Tomo I, Milano, Giuffrè, 2004, 765.

[137] For a comparison of the most recent jurisprudence see: M. STIEF, U. ZORR, *Pregabalin and Fulvestrant – A comparison of German and English liability regimes for Swiss-type claims in light of current case law*, in 14 *J. of Intellectual Prop. Law & Practice*, 2019, 487; M. ZIGANN, *Infringement of Swiss-Type Second Medical Use Patent Claims in Germany – Recent Developments in Case Law*, 12 *Wash. J.L. Tech. & Arts*, 245, 2017.

Temi e dibattiti di attualità

Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte

Participative financial instruments, innovative undertakings and s.r.l. SMEs: open issues

E. Fregonara*

ABSTRACT:

Il contributo partendo dall'esame dei dati normativi propone un'interpretazione che permetta, da un lato, di contemplare l'offerta tramite *crowdfunding* anche degli strumenti finanziari partecipativi quale canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie per le imprese innovative, dall'altro, di estendere alle s.r.l. PMI non innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi.

Parole chiave: Finanziamento – *crowdfunding* – strumenti finanziari partecipativi – imprese innovative – pmi s.r.l.

Starting from the analysis of the Italian regulation, the paper argues that the offer – through crowdfunding – of other kind of securities (namely, participative financial instruments) might also function as an important leverage for the supply of equity to innovative businesses. Then, the paper suggests to extend the chance to issue participative financial instruments also to non innovative italian s.r.l. SMEs.

***Keywords**: Financing – crowdfunding — participative financial instruments – innovative businesses – s.r.l. SMEs*

SOMMARIO:

1. Il *focus*. – 2. La cornice normativa. – 3. Gli strumenti finanziari partecipativi nel contesto delle imprese innovative s.r.l. – 3.1. (*Segue*): rilevanza pratica e disciplina. – 4. L'offerta al pubblico tramite *crowdfunding* degli strumenti finanziari partecipativi: un canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie percorribile dalle società innovative? – 4.1. Rilievi sistematici. – 4.2. (*Segue*): profili interpretativi e *de iure condendo*. – 4.3. (*Segue*): rilievi di opportunità. – 4.4. (*Segue*): profili operativi. – 4.5. (*Segue*): la configurazione degli strumenti sotto il

* Professore associato di diritto commerciale dell'Università degli Studi del Piemonte orientale, e-mail: elena.fregonara@uniupo.it.

profilo patrimoniale e amministrativo. – 5. PMI non innovative e strumenti finanziari partecipativi: un'ulteriore via di finanziamento?

1. *Il* focus.

«Nell'ordinamento italiano la piccola e media impresa è stata oggetto di un singolare destino. Da sempre riconosciuta dagli economisti come architrave del sistema economico, con i pregi, in particolare, dell'impresa familiare, in termini di stabilità ma con il difetto della scarsa apertura al mercato finanziario e, quindi, alla crescita, non ha visto, per lungo tempo, risposte coerenti del legislatore» [1]. Questo scenario è stato, più di recente, interessato da profondi cambiamenti in particolare – ed inizialmente – nel mondo delle imprese innovative s.r.l.; come sottolinea, infatti, l'autorevole dottrina citata «la legittimazione all'offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nonché la possibilità di prevedere nell'atto costitutivo, (…), l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti particolari o anche di diritti amministrativi (…), segnano l'avvio di un processo di "avvicinamento" delle piccole e medie imprese al mercato finanziario» [2]: questi i temi oggetto di indagine nel presente contributo dedicato alle imprese innovative e PMI s.r.l. nella peculiare prospettiva degli strumenti finanziari partecipativi.

Come noto, sin dal 2012 l'obiettivo del legislatore è stato quello di sostenere l'economia, fortemente compromessa a causa della crisi del debito sovrano, puntando sull'imprenditoria innovativa [3]: a tal fine è stata introdotta una disciplina agevolativa e più flessibile in relazione alla struttura finanziaria con l'intento di rendere quelle imprese maggiormente ospitali e, quindi, capaci di crescere attraverso "aiuti" esterni. Le *start up* innovative – e dal 2015 anche le PMI innovative – possono così accedere a nuove risorse su tre differenti fronti: rafforzando il *venture capital*, mediante la creazione di specifiche classi di parte-

[1] Così P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 15.

[2] Così P. MONTALENTI, (nt. 1), 19. Sul tema dell'evoluzione normativa che ha investito le s.r.l. PMI v. ID., *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 68 ss.

[3] V. *Restart, Italia!*, Rapporto della *Task Force* sulle *start up* istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico, 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo *www.mise.gov.it.*

cipazioni caratterizzate da diritti tipici di «finanza straordinaria» [4], incentivando il *work for equity*, con l'emissione di strumenti finanziari partecipativi per la remunerazione dei fornitori, infine, offrendo le proprie quote al pubblico anche tramite il c.d. *equity based crowdfunding*, al dichiarato fine di raccogliere «poco capitale reso disponibile da una moltitudine di attori» [5].

Quest'ultimo rappresenta un canale di finanziamento alternativo a quelli tradizionali e destinato, nella sua versione originaria, alla sola raccolta – attraverso la folla – di capitale di rischio nel settore dell'innovazione: tuttavia, i più recenti interventi legislativi hanno esteso l'accesso al *crowdfunding* a tutte le PMI s.r.l., nonché ampliato l'oggetto dell'offerta *on line* includendovi gli strumenti di debito [6].

In questo quadro, destinatari delle offerte sul *web* non sono più gli investitori cibernauti *retail*, ovvero tutti i cittadini indipendentemente dal loro reddito, ma al contrario, in certi casi, esclusivamente degli investitori di nicchia, se non addirittura investitori professionali vigilati. Nonostante il profondo mutamento dello scenario resta implicitamente esclusa la possibilità di offrire tramite *crowdfunding* i c.d. strumenti finanziari partecipativi che, peraltro, ad oggi le *sole start up* e PMI innovative costituite nella forma delle s.r.l. possono emettere.

Il contributo si propone un compito delicato: dopo aver esaminato in parallelo l'evoluzione che ha portato all'ammissibilità dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, prima per le s.r.l. *start up* e poi per le PMI innovative

---

[4] Si tratta, come segnala il Rapporto *Restart Italia*, del diritto di seguito, del diritto di covendita, di *liquidation preference*, di nomina degli amministratori non esecutivi per monitorare gli amministratori esecutivi etc. Sul tema e in particolare sulle s.r.l. *VC-backed* si veda l'amplio contributo di P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, Business Angels, Venture Capital *e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353 ss.

[5] Così Rapporto *Restart Italia*, cit., ove ancora si legge: «ci piace pensare a decine di persone per la maggior parte giovani pieni di talento che cercano i mezzi per sperimentare le loro idee di *business* e decine di migliaia di altre persone in tutta Italia che li sostengono attraverso investimenti per quanto piccoli, cittadini che investono su altri cittadini scommettendo su di loro, dando loro fiducia». V. P. MONTALENTI, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 1), 22, ove l'a. si interroga – e pare ricavare dai dati una risposta «abbastanza incoraggiante» – sul fatto se le PMI ed il *crowdfunding* possano rappresentare un'inversione di tendenza rispetto allo stato dell'arte che vede "fallito", al momento, l'obiettivo sotteso alla riforma del 2003 che «con l'introduzione del sotto-tipo di società azionaria con titoli diffusi, mirò a superare lo storico "scalino" tra società quotate e cioè la tradizionale arretratezza delle nostre imprese nel rapporto con il mercato finanziario, (…), l'obiettivo è rimasto lontano: su 40.000 s.p.a. il numero delle quotate è da tempo assestato su 300 società».

[6] V., *infra*, par. 2.

con quella dell'ambito di applicazione del *crowdfunding*, verificare se veramente – a dispetto di quelle che paiono delle chiare scelte del legislatore in senso preclusivo – tale canale di finanziamento non sia precorribile per tutte le PMI s.r.l. e se non sia possibile offrire anche questi strumenti al pubblico attraverso i portali *on line*.

Il perimetro dell'indagine è, dunque, circoscritto da un lato, alle società innovative "aperte" [7], o comunque potenzialmente "aperte", che possono emettere gli strumenti finanziari partecipativi, ma – a quanto consta – non offrirli sui portali di *crowdfunding*; dall'altro lato, alle PMI non innovative s.r.l. a cui, seppure è riconosciuta la possibilità di accedere al mercato del capitale di rischio e di debito mediante le piattaforme *on line*, non è tuttora consentita – stando al dato letterale – l'emissione di quegli strumenti di finanziamento che, rendendo ancor più flessibile la struttura finanziaria, potrebbero risultare importanti in fase di crescita [8].

2. *La cornice normativa.*

Il tema impone una ricognizione in ordine al quadro disciplinare che interessa gli strumenti finanziari partecipativi in seguito al loro innesto nell'ambito delle società innovative.

L'atto costitutivo delle *start up* e PMI innovative, costituite nella forma della s.r.l., può prevedere, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera e servizi, l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi

[7] «Secondo l'uso consolidato dei termini la distinzione tra società chiusa ed aperta è da individuare nell'assenza o nella presenza dell'appello al mercato del capitale di rischio» la s.r.l. è nata ed è stata regolata in particolare dal codice civile e dalla riforma societaria, come società chiusa, ma «con una vicenda che si è sviluppata recentemente in pochi anni, accanto alla s.r.l. tradizionale e quindi chiusa, il legislatore ha ammesso la presenza di una s.r.l. aperta, che si rivolge al mercato del capitale di rischio, dapprima in ambiti circoscritti (le società innovative) e poi in un contesto moto più ampio che abbraccia tutte le P.M.I.» così O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1208 ss, in part. 1209.

[8] Restano escluse le *start up* e PMI innovative costituite nella forma della s.r.l. semplificata, poiché in questi casi l'atto costitutivo deve rispettare il modello "ridotto" *standard* che non prevede tale spazio di manovra per il finanziamento, sul tema, in dottrina si è osservato che «anche se forse è un'ipotesi non facilmente in concreto configurabile, un s.r.l. aperta può essere a capitale ridotto, o anche semplificata, purché non adotti le regole peculiari delle PMI, dovendo venire in considerazione inderogabilmente lo statuto applicabile alle s.r.l. semplificate che non le prevede», così O. CAGNASSO, (nt. 7), 1223.

degli artt. 2479 e 2479-*bis* c.c.: così dispone l'art. 26, settimo comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 per le *start up* innovative, la cui applicazione è stata estesa alle PMI innovative dal Decreto *Investment Compact*, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3. Come si deduce dalla significativa precisazione che chiude il settimo comma della norma in esame, la stessa è destinata alle sole imprese innovative s.r.l., giacché per quelle costituite nella forma della s.p.a. si applicano le disposizioni dedicate agli strumenti finanziari partecipativi in quel contesto [9].

Successivamente, l'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha introdotto alcune importanti modifiche all'art. 26 del d.l. n. 179/2012, in particolare ai commi secondo, quinto e sesto (e di riflesso anche al terzo comma) sostituendo le parole «*start-up* innovative» con l'espressione «PMI». Per l'effetto, la novità è consistita nell'ulteriore estensione della disciplina – originariamente dettata per le sole s.r.l. *start up* innovative – a tutte le PMI s.r.l. [10]: tale significativo tassello

[9] Sul tema, v. A.R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle* start up *e PMI innovative*, in Start up *e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 800; M. CIAN, *Le* start up *innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1178 ss.; P. BENAZZO, *La s.r.l.* start up *innovativa*, *ivi*, 14, 101 ss.; ID., voce *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Aggiornamento, diretto da R. Sacco, a cura di S. Bellomo, M. Cian, G. Ferri jr., D.U. Santosuosso, F. Tesauro, Torino, Utet, 2017, 467 ss.; S. GUIZZARDI, *L'impresa "*start-up*" innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm*., 2016, I, 549 ss.; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed* equity crowdfunding, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2014, 699 ss.

[10] La Commissione europea, nell'ambito di una propria Raccomandazione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (Racc. 2003/361/CE), ha ricompreso all'interno delle PMI il soggetto che soddisfi contemporaneamente tre diverse condizioni: svolga attività economica, anche non commerciale, e anche non di impresa; occupi, per lo svolgimento della propria attività, meno di 250 persone e abbia un fatturato annuo che non superi i 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di Euro. Successivamente, nell'ambito delle normative comunitarie, ed in particolare nel Reg. UE n. 2017/1129, art. 2 – par. 1 – lett. f) – primo aliena, inserito in virtù del d.l. n. 129/2017 si rinviene un'ulteriore definizione di PMI che coincide con quella contenuta nella Raccomandazione del 2003. Il Regolamento si applica, per espressa disposizione legislativa, solamente a quelle società che facciano ricorso al *crowdfunding* e che, quindi offrano quote al pubblico attraverso i portali telematici. Infine, il Notariato del Triveneto, con l'Orientamento I.N.1 ha chiarito che: «per la definizione di S.r.l.-PMI occorre far riferimento alla raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, allegato 1, sia per quanto riguarda le caratteristiche oggettive sia per quanto riguarda i criteri di accertamento di tali caratteristiche». La dirompente portata delle modifiche normative risulta evidente alla luce dei dati statistici: la maggioranza delle s.r.l. esistenti (ben il 99%) possiede i requisiti enunciati. Sulle incertezze legate alla nozione di PMI v. M. NOTARI, *Analisi* de jure condendo *delle varianti organizzative delle s.r.l. (*start up *innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *ODCC*, 2019, 241 ss, in part. 247.

normativo, tuttavia, non ha interessato il settimo comma dello stesso art. 26 che, stando al dato letterale, risulta inapplicabile alle PMI non innovative.

Con specifico riguardo alle *start up* innovative s.r.l. costituite con firma digitale, senza intervento del notaio seguendo una procedura *on line*, emerge l'art. 7 del modello standard di statuto [11], ove viene confermato che la società può procedere, sulla base di apposito regolamento soggetto ad iscrizione nel registro delle imprese, predisposto in ottemperanza al modello uniforme approvato con decreto del Ministro dello sviluppo economico, alla emissione degli specifici strumenti finanziari previsti dall'art. 26, settimo comma, del d.l.

[11] Si tratta di documenti redatti in modalità informatica, ai sensi del d.m. 17 febbraio 2016: il cammino avviato nel 2015, con il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, Decreto *Investment Compact*, si era concluso con la pubblicazione del decreto Direttoriale del MISE del 1° luglio 2016, efficace dal 20 luglio 2016, che approvava le specifiche tecniche per la redazione del modello standard di atto costitutivo e statuto. Sul punto occorre riferire che, mentre il presente contributo si trovava già in bozze, il Consiglio di Stato ha accolto il ricorso proposto – avverso la sentenza del Tar Lazio, 2 ottobre 2017, n. 10004 – dal Consiglio Nazionale del Notariato per vedere annullato il richiamato decreto ministeriale: sicché in questo momento non è più possibile procedere alla costituzione di *start up* innovative s.r.l. senza atto pubblico, v. Cons. Stato, sez. VI, 29 marzo 2021, n. 2643, reperibile in internet al seguente indirizzo: *www.ilsocietario.it*. La decisione del Consiglio di Stato ha provocato una vera e propria emergenza normativa in tempi peraltro già difficili per l'imprenditoria a causa della prolungata emergenza sanitaria ed ormai anche economica: nel dichiarare l'illegittimità del decreto attuativo lascia un vuoto normativo e determina la necessità di un intervento urgente anche sulla normativa primaria, rendendo improcrastinabile una revisione della stessa che potrebbe intervenire espressamente e direttamente sulle attribuzioni degli Uffici del Registro, conferendo ai medesimi poteri di controllo sostanziali e non meramente "esteriori" o formali, così soddisfacendo il requisito del controllo amministrativo o giudiziale richiesto dalle Direttive UE. Oltre a ciò v'è da sottolineare che la materia del contendere e la decisione del Consiglio di Stato si intersecano inevitabilmente con l'imminente recepimento da parte del nostro Paese della Direttiva 2019/1151/UE, c.d. Direttiva *Corptech* sulla digitalizzazione delle imprese, in particolare sull'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario". La legge di delegazione europea, l. n. 53 del 22 aprile 2021 pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 97 del 23 aprile 2021, all'art. 29, comma primo, stabilisce che nell'esercizio della delega il Governo osservi, oltre ai principi e criteri direttivi generali di cui all'articolo 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, anche l'impegno a prevedere che la costituzione di società a responsabilità limitata e società a responsabilità limitata semplificata con sede in Italia, con capitale versato mediante conferimenti in danaro, avvenga *on line* e sia stipulata, anche in presenza di un modello standard di statuto, con atto pubblico formato mediante l'utilizzo di una piattaforma che consenta la videoconferenza e la sottoscrizione dell'atto con firma elettronica riconosciuta. Dunque, salvo modifiche dell'ultima ora, la costituzione di *start up* innovative s.r.l. e s.r.l.s. potrà avvenire *online*, utilizzando modelli di atto costitutivo e statuto predefiniti, ma con la necessaria presenza di un notaio: nell'ottica di un bilanciamento tra modelli "vecchi" e "nuovi" parrebbe opportuno tenere conto anche del percorso sino qui svolto dalla normativa sulle s.r.l.s. e da quella sulle *start up* innovative s.r.l. *on line*, in particolare del loro modello di statuto standard.

n. 179/2012, con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (*e/o*) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

A completare il quadro la disciplina generale degli strumenti finanziari partecipativi si rinviene, seppure nei limiti di compatibilità e, in ogni caso, attraverso un'operazione di adattamento al diverso contesto [12], in una serie di norme nel capo dedicato alle società per azioni [13].

---

[12] In questo senso, v. O. CAGNASSO, (nt. 7), 1224, «la disciplina che il legislatore ha introdotto per le società innovative e poi per le PMI in forma di s.r.l. richiama una serie di istituti tipici delle società per azioni: come si è ricordato, l'acquisto di quote proprie, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, le categorie di quote, le quote prive del diritto di voto. Si tratta di istituti che hanno una compiuta disciplina nell'ambito della società per azioni, mentre il rinvio di limita a pochi tratti, (…), pare pertanto necessario completare la normativa con le regole proprie della società per azioni, sia pure adattandole al differente contesto».

[13] Si tratta, in particolare, degli artt.li 2346, sesto comma, 2349, secondo comma e 2351, ultimo comma c.c., ad integrazione della disciplina delle obbligazioni (art. 2411, ultimo comma, c.c.), nonché ad integrazione della disciplina riguardante i patrimoni destinati (artt. 2447-*ter* lett. e), 2447-*sexies*), e poi ancora in alcune norme in tema di libri sociali e bilancio, fusione e scissione. Sulla natura frammentaria della disciplina degli strumenti finanziari partecipativi v. G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm*., 2003, I, 805 ss, in part. 809. In generale sulla disciplina degli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a. v. A. VALZER, sub *art. 2346*, in *La società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 483 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Strumenti finanziari e società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2015; B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, Giuffrè, 2013, 385; M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc*., 2018, 1134 ss.; ID., *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I Contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, Zanichelli, 2012, 357 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm*., 2005, I, 474 ss.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di* voice, Milano, Giuffrè, 2006; ID., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm*., 2005, I, 382 ss.; ID., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a*., in Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Milano, Giuffrè, 2006, 735 ss.; G. FERRI jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not*., 2008, I, 741 ss; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 727 ss.; G. OPPO, *Questioni in tema di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 713 ss.; N. SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in Liber amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, Utet, 2006, 719 ss.; P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 621 ss.; L. ENRIQUES, «Quantum non datur»: *appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi»*, *ivi*,

D'altro canto, la Legge di Bilancio 2019 ha modificato l'art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F. che ora dispone: «per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese». L'art. 100 *ter*, primo co., t.u.f. prevede poi che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di *strumenti finanziari* emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese [14]; al successivo comma primo-*ter* si legge: «la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli *investitori professionali* e a *particolari categorie di investitori* eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio».

In ragione di queste novelle legislative la Consob ha predisposto alcune significative modifiche al testo del regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on line* al fine di adeguarlo all'ampliamento – operato a livello di normativa primaria – del perimetro delle offerte promuovibili nell'ambito delle piattaforme di *crowdfunding* [15]: in particolare, l'art. 2, primo comma, lett. h), Reg. Consob precisa che per «*strumenti finanziari*» si intendono le azioni e le quote rappresen-

2005, 166; G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle* «tracking stocks», in *Riv. soc*., 2002, 146 ss.; G. MIGNONE, sub *art. 2346*, in *Commentario* Cottino e altri, Bologna, Zanichelli, 2004; M. NOTARI, G. GIANNELLI, sub *Art. 2346, co. 6*, in *Commentario* Marchetti, *Azioni*, a cura di M. Notari, Milano, Egea-Giuffrè, 2008; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma., c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm*., 2006, I, 143 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 519 ss.; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 155 ss.

[14] La norma precisa che le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. c), T.U.F.

[15] Il Regolamento è stato adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche ai sensi degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

tative del capitale sociale [16] o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito [17], oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali [18]. Parrebbero, dunque, esclusi gli strumenti finanziari partecipativi.

[16] In deroga a quanto previsto dall'art. 2468, primo comma, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali. Sul tema dell'*equity based crowdfunding* v. O. CAGNASSO, *Portale* on line *e raccolta di capitale di rischio*, relazione presentata in occasione del X Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del diritto commerciale", *L'evoluzione tecnologica e il diritto commerciale*, Roma, 22-23 febbraio 2019; P. MONTALENTI, (nt. 1), 21; L. DE LUCA, S.L. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, 2017, 159 ss.; M. LAMANDINI, D.R. MUÑOZ, *La disciplina dell'*equity crowdfunding *nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *RDS*, 2019, 594 ss.; A. LAUDONIO, Equity-based crowdfunding: *la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc*., 2019, 1237 ss.; U. MINNECI, Equity crowdfunding: *gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ*., 2019, I, 509 ss.; M.C.M. MOZZARELLI, *L'*equity crowdfunding *in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, 650 ss.; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, *Il* crowdfunding, Start up *e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 861 ss.; I. CAPELLI, *L'*equity based crowdfunding *e la "dematerializzazione" della quota*, in *ODCC*, 2, 2016, 537 ss.; ID., *Brevissime considerazioni sull'*equity based crowdfunding, in *Riv. dir. banc*., 5, 2014; M.L. VITALI, Equity crowdfunding*: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc*., 2014, 371.

[17] Nella Relazione illustrativa, 18 ottobre 2019, degli esiti della consultazione per le modifiche del Reg. 26 giugno 2013, n. n. 18592 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019, si legge che «dall'interpretazione della nuova disposizione contenuta nell'articolo 100-*ter* del TUF, che fa riferimento alla possibilità concessa ai portali di offrire "obbligazioni o di titoli di debito". Il perimetro di tale nozione si rinviene nell'articolo 1, comma 1-*bis*, del TUF, dispone che: Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: […] b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; […]". Inoltre, con specifico riferimento alle cambiali finanziarie, viene in rilievo quanto disposto dall'articolo 5, della legge n. 43/1994 ai sensi del quale "le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento". In ragione di quanto sopra devono ritenersi ricompresi nell'ambito della disciplina Consob relativa al *crowdfunding*, tutti i "titoli di debito" che rientrano nella definizione del TUF, ivi incluse quindi le cambiali finanziarie. In merito si è provveduto ad integrare il Regolamento *Crowdfunding* al fine di prevedere che l'informativa resa ai potenziali investitori dia atto non solo dei limiti codicistici, ma anche delle limitazioni recate dalle leggi speciali applicabili ai titoli di debito, quali, ad esempio, quelle previste in tema di cambiali finanziarie».

[18] È mutata la stessa denominazione del Regolamento Consob, che non fa più riferimento alla «raccolta di capitale di rischio, ma, più genericamente, alla raccolta di «raccolta di capitali tramite portali *on-line*», sul tema v. A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, (nt. 16), 902 ss., ove si rileva che «il finanziamento mediante obbligazioni e strumenti finanziari di debito tecnicamente non può essere ricompreso nel c.d. *equity based crowdfunding*, così come di-

3. *Gli strumenti finanziari partecipativi nel contesto delle imprese innovative s.r.l.*

Nella normativa destinata alle imprese innovative s.r.l., in questo caso come per altri profili [19], compaiono istituti tipici della società per azioni: sul punto, la Relazione illustrativa al decreto che ha introdotto le *start up* precisa che l'estensione «di queste opzioni statutarie anche alle imprese *start up* innovative costituite in forma di s.r.l. (…) risponde alla *ratio* di consentire attraverso essi la diffusione di pratiche di *work-for-equity*», e pertanto la possibilità di remunerare le collaborazioni esterne, con l'attribuzione di tali titoli ai fornitori, che si assumeranno il rischio d'impresa senza appesantire la situazione finanziaria della società. In particolare, le s.r.l. innovative, *start up* o PMI, hanno l'opportunità di avvalersi di personale altamente qualificato, spesso indispensabile per lo sviluppo del *business* tecnologicamente innovativo [20].

Gli strumenti finanziari partecipativi si collocano nell'ambito dei canali che possono consentire l'acquisizione di mezzi propri, non sono imputabili al capitale sociale pur contribuendo ad incrementare il patrimonio netto con una chiara funzione di ricapitalizzazione e risultano operativamente utili per le imprese innovative, distinguendosi per la loro natura partecipativa ma "versatile" e per la loro attitudine ad essere variamente modulati a seconda delle operazioni a cui verranno destinati.

La regolamentazione dei tratti essenziali di tali titoli e del loro funzionamento pare interamente lasciata all'autonomia negoziale, secondo lo schema offerto per quelli emessi dalle "sorelle maggiori": lo statuto dovrà contenere disposizioni inerenti «le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione» come prevede il sesto comma dell'art. 2346 c.c. L'uni-

viene più complicato ricondurre la nuova operazione al «finanziamento della folla», giacché risulta espressamente riservata ad investitori professionali o comunque a particolari categorie di investitori».

[19] Ci si riferisce alla possibilità di creare, in virtù di disposizioni dell'atto costitutivo, categorie di quote fornite di diritti diversi, in particolare sul versante amministrativo e on riguardo al diritto di voto, quote che possono costituire oggetto di offerta al pubblico quali prodotti finanziari, nonché la possibilità di acquistare, a determinate condizioni, proprie partecipazioni.

[20] L'art. 27, d.l. n. 179/2012, applicabile anche alle PMI innovative per il rinvio operato dal Decreto *Investment compact*, prevede agevolazioni di carattere fiscale e contributivo applicabili anche agli strumenti finanziari diretti a remunerare opere o servizi, ovvero prestazioni lavorative e consulenze professionali qualificate (anche di avvocati, commercialisti, consulenti finanziari): il reddito derivante dalla relativa attribuzione non concorre alla formazione della base imponibile sia ai fini fiscali che contributivi.

co limite posto alla fantasia degli operatori, replicato ed adattato a questo specifico ambito, è rappresentato dal divieto di voto nelle decisioni e nelle assemblee dei soci, in ogni caso, in parte recuperato giacché dal tenore della norma, *a contrario*, si deduce che ai possessori dei relativi titoli potrà essere riconosciuto il diritto di *voice*, su argomenti specificamente indicati, quando previsto dall'atto costitutivo.

Il tema richiede agli operatori uno sforzo interpretativo che diviene più consistente nel contesto in esame.

In primo luogo, si pone il problema di quale fisionomia gli strumenti finanziari possano assumere in concreto nelle imprese innovative: in particolare, quali «*diritti patrimoniali o anche amministrativi*» possano essere riservati ai loro titolari e quale possa essere l'ampiezza e la portata del diritto di voto ad essi attribuibile. Il chiaro tenore della norma, preliminarmente, conferma che la presenza di diritti amministrativi è solo eventuale. Si prospettano, dunque, due categorie di strumenti finanziari comunque «partecipativi»: quelli dotati di soli diritti patrimoniali e quelli, viceversa, dotati, *anche* di diritti amministrativi. Non sembra percorribile in questa particolare sede applicativa, come si comprenderà nel proseguo, l'ipotesi della elaborazione di strumenti finanziari partecipativi corredati esclusivamente da diritti amministrativi: soluzione che si rende peraltro preferibile anche dal punto di vista letterale, poiché la congiunzione «*anche*» pare escludere questa configurazione [21].

Come le quote di partecipazione anche gli strumenti finanziari partecipativi attribuiscono diritti sociali: i diritti patrimoniali hanno infatti natura sociale e i titolari di strumenti finanziari possono pure essere esposti al rischio legato all'andamento dell'attività sociale. Esistono, in ogni caso, rilevanti differenze tra i due strumenti: le quote costituiscono la necessaria figura di partecipazione sociale, gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano una mera eventualità,

---

[21] Nello stesso senso, v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 810. Ma v. M. CIAN, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario* Gabrielli, Torino, Utet, 2015, 897, ove l'a. afferma che «la partecipatività può venire declinata tanto sul piano patrimoniale (con il riconoscimento di un diritto di partecipazione agli utili e per l'assenza di qualsiasi diritto al rimborso del valore dell'apporto, anche di entità variabile), quanto su quello amministrativo (…) come su entrambi contemporaneamente». Nello stesso senso v. massima n. 164 del Consiglio notarile di Milano, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.*), ove si legge che «qualora gli strumenti finanziari partecipativi siano privi di diritti patrimoniali di natura partecipativa (diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione), la loro qualificazione in termini di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, sesto comma, c.c., è subordinata alla attribuzione di uno o più diritti amministrativi di natura partecipativa (come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, quinto co., c.c.)».

la loro emissione, infatti, è lasciata alla volontà dei soci. A questi ultimi non possono essere, quindi, accordati tutti i diritti sociali, inoltre gli apporti con cui vengono liberati non essendo imputabili a capitale non vengono tutelati dal diritto di opzione [22]; infine, ad essi non si applicherà la disciplina propria dei conferimenti in ordine al versamento minimo per quelli in denaro ovvero alla procedura di valutazione per i beni in natura o crediti, o ancora l'obbligo della fidejussione bancaria ovvero polizza assicurativa nel caso di prestazioni d'opera o di servizi. Sotto quest'ultimo profilo, si osserva che si tratta di una strada alternativa a quelle più tradizionali, che allarga significativamente le occasioni di investimento giacché l'apporto può consistere in ogni entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società: si può apportare denaro, crediti, prestazioni di opere e di servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di *non facere*, *know how*, nonché consulenze di professionisti di ogni settore [23]. Sul punto, tuttavia, è necessario precisare che nell'ambito delle società a responsabilità limitata l'oggetto dell'apporto non acquista particolare rilevanza giacché, dalla riforma societaria, il conferimento può essere integrato, oltre che in beni e crediti, in servizi ed opere ma, come detto, nel rispetto di alcuni rigorosi vincoli.

[22] Salvo immaginare un diritto di opzione su nuovi strumenti finanziari se qualificato il diritto di opzione come diritto patrimoniale. Sul tema v. M.S. SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc*., 2020, 406 ss., in part. 424, ove l'a., pur ricordando che l'emissione degli strumenti in questione non dà luogo in linea di principio ad alcun aumento di capitale e dunque non risulta soggetta alla disciplina di cui all'art. 2441 c.c., valuta un uso di tali strumenti per investimenti di soggetti particolari, quali lo Stato ovvero enti ad esso assimilabili; in questo caso, onde evitare i problemi che inevitabilmente si verificherebbero al momento del disinvestimento, l'a. immagina una possibile conversione in azioni ordinarie dei medesimi e, di conseguenza, postula l'applicabilità dell'art. 72 della direttiva UE 2017/1132 ove al paragrafo 6 si parla di titoli convertibili in azioni estendendo ad essi la procedura di opzione: «potrebbe ipotizzarsi che gli strumenti finanziari partecipativi siano sottoscritti da soggetti qualificati (istituti finanziari sostenuti dal governo) con clausola di conversione automatica in azioni ordinarie al momento della loro cessione a terzi non altrettanto qualificati; cessione che dovrà avvenire entro un conveniente e predeterminato lasso di tempo (…) eventualmente tramite un'offerta pubblica di vendita, a condizione che – al momento di cedere gli strumenti (…) – sia rispettata la procedura di opzione. (…) In questa prospettiva, gli strumenti finanziari partecipativi convertibili potrebbero essere utilmente presi in considerazione nel rafforzamento patrimoniale delle società italiane per mezzo di procedure più semplici e rapide rispetto a quelle applicabili». Sul punto v. anche M. NOTARI, G. GIANNELLI, (nt. 13), 108, spec. nt. 161.

[23] S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576.

3.1. (Segue): *rilevanza pratica e disciplina.*

Paiono emergere in capo all'imprenditore interessi opposti che gli strumenti finanziari sono forse idonei a soddisfare: da un lato, quello di non cedere lo *status* di socio a terzi con i vari rischi di ingerenza nella *governance*, dall'altro lato, quello di entrare in contatto con dei finanziatori in grado di apportare utili risorse finanziarie all'impresa.

L'introduzione di strumenti finanziari partecipativi, così come di categorie di quote, dovrebbe comportare alcune ricadute sistematiche sotto il profilo dell'organizzazione interna della società: la presenza di strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi, pare implicare l'applicazione di un sistema analogo a quello previsto dall'art. 2376 c.c. per le società per azioni con riguardo alla costituzione di assemblee speciali [24]. Le delibere dell'assemblea generale e le decisioni dei soci non potranno perciò incidere sui diritti incorporati in quei titoli senza il necessario consenso degli interessati: in questo senso, parrebbe opportuno inserire nello statuto una clausola che ricalchi quanto già previsto per le società azionarie. In ogni caso, con riferimento agli argomenti specificamente indicati si aprirebbero per i titolari di strumenti finanziari con diritti di voto le porte dell'assemblea [25].

Resta, infine, da segnalare un'ulteriore questione di carattere strettamente procedurale. La laconica disciplina dell'istituto, nel codice ma anche nel decreto crescita *bis*, non indica quale possa essere l'organo competente ad emettere gli strumenti finanziari; d'altro canto riserva espressamente all'atto costitutivo la possibilità di prevedere l'emissione degli stessi [26]. Si osserva che, so-

---

[24] Sul tema v. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, in *Trattato* Cottino, vol. IV. tomo I, Padova, Cedam, 2010, 343; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, Giuffrè, 2004, 91.

[25] In questo senso, A. PISANI MASSORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc*., 2003, 1268, in part. 1298; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 86; G. MIGNONE, (nt. 13), 337; A. VALZER, (nt. 13), 500, secondo cui «se la legge ha attribuito al diritto di voto riconosciuto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi l'effettiva valenza di concorso attivo all'adozione della decisione sociale è normale concludere nel senso che tale concorso debba avvenire proprio secondo le regole che scandiscono la formazione della volontà sociale».

[26] Sul tema è intervenuto il Consiglio notarile di Milano con la massima n. 163, *Competenza all'emissione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.)*, che si prefigge lo scopo di chiarire i dubbi relativi alla ripartizione delle competenze tra assemblea degli azionisti e organo amministrativo e precisa che, pure restando ferma, per espressa disposizione normativa (la legge affida allo statuto la disciplina degli aspetti fondanti), la competenza inde-

prattutto nel contesto in esame, l'operazione di emissione e quindi la relativa previsione statutaria dovrebbe essere inserita nell'atto costitutivo al momento iniziale dai soci *founder*, seppure sia possibile introdurla successivamente, giacché laddove l'ambizione della *neo* impresa innovativa sia quella di "raccogliere" investitori evidentemente pare difficile in un momento successivo immaginare una delibera dell'assemblea *ex* art. 2479 c.c., salvo che agli investitori siano offerte prevalentemente quote senza diritto di voto [27].

Nell'ambito delle imprese innovative inoltre, considerata l'auspicabile possibilità di avere un'amplia platea di soci meri investitori, sembra, dunque, preferibile che lo statuto attribuisca ai gestori la competenza relativa alla decisione di emissione, individuando lo specifico modello di assunzione di tale delibera [28]. Laddove, per contro, lo statuto nulla dica sembra, in ogni caso, preferibile la soluzione che riconduce non solo la vera e propria attuazione dell'emissione degli strumenti finanziari nella sfera degli atti gestori, ma anche la decisione stessa di emetterli secondo quanto previsto dallo statuto [29].

Sul punto, il modello *standard* per le *start up* innovative s.r.l., all'art. 7.4, introduce due diverse modalità [30]: l'emissione può essere deliberata con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti (*e/o* [31]) con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza dei soci che rappre-

---

rogabile dell'assemblea straordinaria per le modalità e le condizioni di emissione degli strumenti finanziari partecipativi, i diritti che attribuiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni ad essi connesse e la disciplina della loro circolazione, può sussistere la competenza dell'organo amministrativo in relazione alla delibere di emissione degli strumenti finanziari partecipativi nei casi in cui l'assemblea straordinaria abbia già definito in una apposita clausola statutaria il tipo di apporti da acquisire e gli elementi da cui si deduca il massimo grado di potenziale diluizione dei diritti spettanti agli azionisti e ai titolari di strumenti finanziari partecipativi. In tale evenienza la discrezionalità dell'organo amministrativo si riconduce alla decisione del se, quando e in quale misura emettere strumenti finanziari la cui connotazione, per tutti gli aspetti richiesti dalla legge, è stata definita dai soci. Sul tema v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 1143.

[27] Ciò che peraltro sovente avviene soprattutto a fronte di molti investimenti ridotti, come dimostrano i dati statistici raccolti dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, Report *Crowdinvesting* luglio 2020 reperibile in internet al seguente indirizzo: www.osservatoriocrowdinvesting.it.

[28] S. GUIZZARDI, (nt. 9), 577, secondo cui, in assenza di una diversa volontà statutaria, la decisione spetta alla competenza dei soci.

[29] In senso conforme v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 807.

[30] Sul tema della costituzione *on line* e senza intervento del notaio dopo la sentenza del Consiglio di Stato, 29 marzo 2021, n. 2643, v., *supra*, nt. 11.

[31] Nel testo non viene indicata la congiuntiva né la disgiuntiva.

senti almeno la metà del capitale sociale. Lo statuto uniforme redatto dal Ministero, in primo luogo, segnala la possibilità – qualificata espressamente «opzione» – di introdurre un'apposita previsione e, di conseguenza, delinea i due possibili modelli procedurali per l'assunzione della relativa delibera, scegliendo, tra le varie modalità che offre l'ordinamento, due sistemi a collegialità piena.

Sotto il primo profilo, come già si osservava, sarebbe probabilmente opportuno selezionare l'opzione, riservandosi in un momento successivo la decisione in ordine alla concreta utilizzazione della medesima. Per contro, non essendo espressamente specificato, come avviene in altri articoli del medesimo documento [32], se si tratti di modalità alternative tra loro, pare necessario affermare che si sia voluto, consapevolmente o meno, lasciare aperta la possibilità per gli operatori di selezionare entrambe le modalità.

Si ripete uno schema utilizzato anche per l'emissione dei titoli di debito, disciplinati nella medesima norma, con le relative problematiche ed incongruenze. Tale ricostruzione pone infatti delicati problemi. *In primis*, si osserva come la complessità della specifica questione, nonché del *format* proposto dal Ministero, stridano con la caldeggiata semplificazione e reclamizzata possibilità di costituire una società senza l'ausilio di un consulente con idonee competenze giuridiche. I promotori dell'iniziativa, dinnanzi ad uno schema "preconfezionato" di non facile lettura per i non addetti ai lavori ed interpretazione (in questo anche per gli addetti ai lavori), dovrebbero saper valutare se inserire o meno la clausola e, poi, se optare o meno per entrambe le soluzioni proposte in relazione all'organo competente per l'emissione.

L'ammissibilità, stando al dato letterale, di una competenza concorrente e disgiunta tra organo deliberativo ed organo amministrativo pare complicare ulteriormente la concreta assunzione della decisione. Si osserva, inoltre, che il Ministero impone un modello di assunzione della decisione basato sul principio della collegialità, tipico delle società per azioni [33]: in particolare, si prevede che per la valida assunzione della delibera occorra il voto favorevole della maggioranza assoluta dei componenti dell'organo amministrativo ovvero di una maggioranza dei soci che rappresenti almeno la metà del capitale sociale.

---

[32] Il testo, in molti articoli, impone al compilatore una selezione tra più opzioni, viceversa, in altre ipotesi inserisce due soluzioni diametralmente opposte, per cui l'una esclude l'altra.

[33] S. PATRIARCA, *Le obbligazioni e i titoli di debito*, in *Le operazioni di finanziamento*, opera ideata e diretta da F. Galgano, proseguita e curata d E. Panzarini con A. A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1158, secondo cui l'emissione dei titoli in questione configura un momento di gestione necessariamente congiunta. *Contra*, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario* Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2010, 1786.

Risultano, dunque, implicitamente escluse le modalità alternative di funzionamento degli organi sociali, anche se le stesse possono essere previste attraverso apposita clausola [34].

4. *L'offerta al pubblico tramite* crowdfunding *degli strumenti finanziari partecipativi: un canale alternativo alla raccolta di risorse finanziarie percorribile dalle società innovative?*

Nel delineato contesto emerge una delicata questione la cui apparente soluzione legislativa non convince. In particolare, ci si domanda se la sollecitazione al pubblico tramite *crowdfunding* debba avere ad oggetto soltanto strumenti rappresentativi del capitale di rischio ovvero di debito o, viceversa, se essa possa coinvolgere anche gli strumenti finanziari partecipativi, soprattutto alla luce del quadro normativo recentemente rinnovato: la Legge di Stabilità 30 dicembre 2018, n. 145, come già ricordato, ha infatti introdotto un'apertura alla sottoscrizione anche di obbligazioni e titoli di debito, seppure nei limiti stabiliti dal codice civile, tramite *crowdfunding*, confermando – così è stato osservato – la limitazione originaria dell'appello alla folla agli strumenti rappresentativi del capitale di rischio [35].

Sul punto pare necessario svolgere una premessa sulla complessa figura giuridica degli strumenti finanziari partecipativi. L'inquadramento sistematico della fattispecie ha conseguenze di particolare momento: da questo angolo di visuale occorre, dunque, prendere le mosse per rispondere al primo quesito.

Con la riforma del 2003 si è assistito ad una sorta di "metamorfosi" del sistema degli strumenti finanziari sino ad allora ben individuabili nelle due figure delle azioni, tipici strumenti finanziari partecipativi, da un lato, e delle obbligazioni, strumenti finanziari tipicamente non partecipativi, dall'altro: le prime caratterizzate da una partecipazione al rischio di impresa e senza alcun diritto di rimborso di quanto investito, le seconde, viceversa, aventi di norma ad oggetto il rimborso del capitale dato a prestito oltre all'eventuale remunera-

[34] Sul punto si registra un'incongruenza, con riferimento alle modalità di adozione delle decisioni dei soci, rispetto a quanto dispone il successivo art. 14.1.2, metodo assembleare concorrente con quello non collegiale, che stabilisce: «i soci esprimono le proprie decisioni mediante consultazione scritta, ovvero mediante consenso espresso per iscritto, fatta eccezione per le decisioni e nei casi per i quali l'art. 2479, quarto comma, c.c., prevede l'obbligatorietà della decisione assembleare», tra le quali non rientra l'emissione dei titoli di debito.

[35] Così V. De Stasio, *Il* crowdfunding, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, Zanichelli, 2020, **, 2370.

zione. Come efficacemente osservato in dottrina si è compiuto il superamento delle nozioni tipologiche di azione ed obbligazione in una sorta di evaporazione delle nozioni e contrapposizioni tradizionali, che scolorano nella nozione generale di strumento finanziario [36].

Su questo scenario si sono innestati, infatti, una serie di meccanismi e nuovi istituti che hanno stravolto l'equilibrio originario. Come noto, è ora possibile creare delle azioni caratterizzate da una partecipazione al rischio d'impresa inferiore a quella di alcune obbligazioni e, per conseguenza, la partecipazione al rischio d'impresa non è più un fattore in grado di distinguere le due nozioni [37]. In aggiunta a ciò oggi le società per azioni possono emettere i c.d. strumenti finanziari partecipativi, titoli «ibridi» [38] posizionabili perfettamente a metà strada tra azioni ed obbligazioni, potendo essere caratterizzati da un elevato grado di partecipazione al rischio d'impresa o, viceversa, avere una connotazione solo finanziaria [39]: sicché «collocandosi a cavallo tra azioni e obbligazioni essi possono situarsi sia a monte che a valle del confine (già di per sé incerto) che separa il rischio economico delle azioni e delle obbligazioni» [40].

Uno schema identico si ripete nel contesto delle società a responsabilità limitata innovative che, pure, possono offrire quote, per esempio senza voto e postergate nelle perdite, emettere titoli di debito e anche strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti sociali patrimoniali ed eventualmente anche amministrativi. L'ampliamento delle possibilità concesse all'autonomia statutaria e i conseguenti, talvolta ingannevoli, "scambi di ruolo" tra le tre diverse tipologie di strumenti finanziari complicano l'inquadramento sistematico dell'istituto in esame.

Si registra così, anche in questo ambito, un fenomeno di "osmosi" e progres-

---

[36] Così M. Stella Richter jr., (nt. 13), 62.

[37] V. C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2003, 59; M. Miola, (nt. 13), 477; M. Notari, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 357; C. Rabitti Bedogni, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banc. merc. fin.*, Padova, Cedam, 2004, 201.

[38] Così C. Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato* Cicu-Messineo, Milano, Giuffrè, 2012, 505.

[39] Sul tema v. A. Valzer, (nt. 13), 490.

[40] Così M. Notari, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 13), 357, ove si legge anche che «il progressivo ampliamento dell'autonomia statutaria ha sfumato le differenze tra azioni ed obbligazioni che oggi possono essere configurate in modo tale da costituire un *continuum*, (…), il sorpasso diventa bruciante nel caso di emissione di para-obbligazioni di cui all'art. 2411 comma 3 c.c. in ordine alle quali venisse prevista anche la partecipazione alle perdite parametrando il rimborso del capitale all'andamento economico della società».

siva erosione delle differenze tra strumenti volti alla raccolta del capitale di rischio ovvero destinati alla raccolta del capitale di debito fino ad arrivare, in taluni casi, ad una situazione di quasi-sovrapponibilità dei due estremi: al centro, e comunque tra i due confini, di questa ricostruzione delle ipotesi che vanno dalle quote ordinarie ai titoli di debito in senso stretto si collocano gli strumenti finanziari partecipativi, rispetto ai quali si può valutare, caso per caso e a seconda del profilo causale dell'operazione sottesa, a quale degli altri due strumenti più si ispirino.

In stretta relazione con le esigenze della società emittente gli strumenti in questione potranno assumere una diversa configurazione essendo riconducibili, da un lato, alla categoria dei mezzi di raccolta del capitale di rischio, dall'altro, alla raccolta del capitale di debito; ne discende, sotto il profilo operativo, l'applicazione di differenti discipline (seppure adattate allo strumento e alla sua regolamentazione statutaria) [41]: in tema di possibilità di offerta al pubblico mediante *crowdfunding*, però, le stesse convergono, dunque non si comprende – né pare giustificabile – la scelta di escludere quei prodotti dalle offerte *on line*.

4.1. *Rilievi sistematici.*

Con la novella del 2019 l'intento del legislatore pare essere stato quello di ampliare le fonti di finanziamento nel settore delle PMI e imprese innovative, o comunque imprese a quelle riconducibili perché investono prevalentemente in esse, sfruttando un meccanismo, il *crowdfunding* appunto, già regolamentato, collaudato e in lenta ma costante espansione [42]. In tal guisa, il gestore di portali, che si trovi in contatto e sia operativo rispetto ad una specifica platea di imprese, ha l'occasione di promuovere per le medesime, su di un'altra sezione dello stesso portale, una raccolta parallela di obbligazioni ovvero titoli di debito.

L'obiettivo perseguito è pregevole: utilizzando risorse già presenti si sostiene la valorizzazione e l'incremento di investimenti in imprese che hanno

[41] Sul punto cfr. M. ZACCHEO, *Una riflessione sugli strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm*., 2020, 389 ss., in part. 395, ove l'a. dopo aver sottolineato che la categoria degli strumenti finanziari integra una figura giuridica complessa che può articolarsi in un ricco ventaglio tipologico, ne deriva, ai fini dell'applicazione della disciplina più adeguata, una «teoria di figure lasciate alla disponibilità dei privati, che risponde agli interessi degli stessi, e che non trova un riferimento in un preciso concetto, ma alle quali si applica una disciplina in ragione della loro funzione».

[42] V. P. MONTALENTI, (nt. 1), 22.

l'esigenza di sopravvivere e anche crescere, e ciò ancor più nell'attuale congiuntura socio-economica molto delicata. L'estensione della disciplina sino ad includere gli strumenti finanziari in discorso si inquadrerebbe perfettamente nel solco delle motivazioni che hanno spinto alla recente modifica.

Alla luce di queste valutazioni e giacché la materia si pone – come è stato efficacemente osservato – in un «limbo di sostanziale indifferenza normativa» [43], il "cambio di passo" della normativa sul *crowdfunding* pare deporre nel senso di un'interpretazione favorevole al collocamento anche degli strumenti finanziari partecipativi mediante portali *on line* [44].

La preferenza per tale soluzione deriva dunque da ragioni di coerenza sistematica: risulta complicato giustificare limitazioni all'offerta di strumenti finanziari partecipativi tramite *crowdfunding* in un contesto completamente mutato, laddove si propongono oramai sia quote che strumenti di debito [45]. Inoltre, come già ricordato, nell'impianto normativo originario tali strumenti sono stati previsti quali meccanismi a sostegno del c.d. *work for equity*, mentre il

---

[43] Così N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in Start up *e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, Zanichelli, 2020, 851, ove, tuttavia, gli aa. segnalano un'implicita esclusione della veicolabilità dell'offerta tramite portali espressamente circoscritta a quote e titoli di debito.

[44] Prima della Legge di Stabilità 2019 affermavano la possibilità che gli strumenti finanziari potessero formare oggetto di raccolta mediante portali *on line*: N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. pmi: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, Giuffrè, 2020, 87, secondo cui gli strumenti finanziari partecipativi senza diritto di rimborso, emessi a fronte di apporti destinati a rafforzare il patrimonio netto della società, possono essere offerti tramite portali *on line* proprio in quanto strumenti volti a rafforzare i mezzi propri della società; M.L. VITALI, (nt. 16), 393; S. GUIZZARDI, (nt. 9), 578; L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il* crowdfunding *nella culla?*, in *Aspetti giuridici del* crowdfunding, a cura di Mosco, Milano, 2013, 72; A. NIGRO, Equity crowdfunding *e diritto societario*, in *ibidem*, 32. In termini dubitativi E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di* equity crowdfunding *alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazzione dell'*investment based crowdfunding in Europa, in *Banca, impr., soc.*, 2016, 283 ss., in part. 297.

[45] In senso differente, N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852, secondo i quali resta esclusa l'offerta degli strumenti finanziari partecipativi sui portali, ma non si può negare la possibilità di ammettere un'offerta di strumenti finanziari partecipativi tramite canali tradizionali da parte di PMI innovative s.r.l. Vedi anche A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 830, l'a. ritiene che anche oggi l'ampliamento non possa estendersi sino al punto di ricomprendere gli strumenti finanziari partecipativi prima di tutto in base al chiaro dato letterale e poi anche per le caratteristiche del funzionamento dei portali *on line*. *Contra* O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto*, in *NDS*, 2018, 915 ss., in part. 918, nega che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi dalle imprese innovative, possano essere offerti al pubblico.

crowdfunding veniva regolamentato nell'ottica della folla: ora il profondo cambiamento di prospettiva anche sotto il profilo della destinazione di certe operazioni *on line* solo ad investitori «particolari», se non addirittura professionali, pare condurre a conclusioni differenti.

Peraltro la creazione di categorie di strumenti finanziari solleva le medesime problematiche che si possono riscontrare nella elaborazione delle categorie di quote: si tratta in entrambi i casi di prodotti di investimento che possono divenire "complessi" e presentare diverse configurazioni a seconda della convenienza dell'emittente di pari passo con le esigenze dei fruitori, sicché il meccanismo di offerta *on line*, sotto il profilo della tutela dei destinatari, sembra implicare rischi analoghi [46]. In tale prospettiva, gli obblighi di informazione posti a carico dei gestori e dell'emittente paiono ristorare anche le esigenze di tutela degli eventuali sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi.

4.2. *(*Segue*): profili interpretativi e* de iure condendo.

Nella medesima direzione potrebbero militare – attraverso un'opportuna ricostruzione del sistema – alcuni dati formali.

L'art. 100-*ter*, primo comma, T.U.F. prevede che le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di *strumenti finanziari* emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

L'art. 1, primo comma, lett. u), T.U.F., include tra i prodotti finanziari, che possono essere oggetto di offerta al pubblico, gli strumenti finanziari e «*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*»: pare corretto ricondurvi an-

[46] Cfr. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 830 «si tratta di una forma di collocamento che, pur non assumendo quella di offerta non intermediata e pur presentando affinità con il servizio tradizionale di collocamento degli strumenti finanziari si caratterizza per l'uso di una piattaforma web e quindi per una più immediata fruibilità da parte del pubblico e per una maggiore possibilità di diffusione nel mercato, caratteristiche queste che sembrerebbero non compatibili con strumenti finanziari partecipativi che invece come categoria presentano una certa qual complessità scaturente dalla possibilità che l'ente emittente abbia delineato il contenuto in una molteplicità di forme, (…), rimane tuttavia aperta la possibilità di utilizzare i canali tradizionali di collocamento e, dunque, operando secondo le modalità ordinarie di offerta al pubblico». Sul punto v. N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 853, ove si giustifica l'esclusione dai portali degli strumenti finanziari partecipativi con un'esigenza di certezza e quindi di standardizzazione dei prodotti offerti mediante una modalità comunicativa disintermediata.

che gli strumenti finanziari partecipativi [47]. In questo senso, secondo la teoria dei «cerchi concentrici» i prodotti finanziari rappresenterebbero il cerchio più esterno nel quale sono racchiusi tanto gli strumenti finanziari (cerchio intermedio) quanto i valori mobiliari (nucleo) [48].

Nel settore bancario, l'art. 11, d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385, nel vietare la raccolta del risparmio a soggetti diversi dalle banche, esclude dal divieto di raccolta tra il pubblico quella realizzata dalle società, ai sensi del codice civile, mediante obbligazioni, titoli di debito o altri *strumenti finanziari*. Sempre nel medesimo ambito, un provvedimento di Banca d'Italia dell'8 novembre 2016 afferma che sono *strumenti finanziari* di raccolta anche altri strumenti finanziari (oltre ad obbligazioni e titoli di debito) che comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi contengono un obbligo di rimborso.

Tutto confermerebbe la riconducibilità degli strumenti finanziari partecipativi a quegli «*strumenti finanziari*» che possono essere oggetto di offerte al pubblico mediante portali. Elemento costitutivo della categoria degli *strumenti finanziari* è, infatti, la potenziale negoziabilità, ovvero l'idoneità ad essere oggetto di transazione [49] e gli strumenti finanziari «ibridi» vengono emessi appunto con l'obiettivo di incentivare l'investimento diffuso nelle iniziative imprenditoriali [50].

In controtendenza, tuttavia, si erge il Regolamento Consob per la raccolta del capitale *on line* ove l'art. 2, primo comma, lett. h) come modificato con delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, espressamente circoscrive la definizione di «*strumenti finanziari*» alle «azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali» [51]. Si osserva tuttavia che, a differenza delle quote di s.r.l., che non possono essere rappresentate da azioni, a cui è pre-

[47] Nello stesso senso N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852. V. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali: le prospettive di riforma*, Bologna, Zanichelli, 2001, 103, ove l'a. segnala un regime di *free bargaining* con riguardo agli strumenti finanziari emettibili dalla società.

[48] Così V.V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 1.

[49] Sul tema v., di recente, S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Testo unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, Zanichelli, vol. I, 2020, 72 ss.

[50] Così S. PATRIARCA, (nt. 48), 76.

[51] Nella medesima direzione militano i commi primo-*bis* e primo-*ter* dell'art. 100-*ter* T.U.F., ove l'offerta tramite portali risulta espressamente circoscritta a quote e titoli di debito per le s.r.l.

cluso l'accesso al mercato del capitale e non vengono, tradizionalmente, qualificate come *strumenti finanziari* ovvero valori mobiliari ai sensi della Mifid [52], gli strumenti finanziari in questione sono per loro natura destinati al mercato e, dunque, per la loro collocazione parrebbe sufficiente la previsione della normativa primaria contenuta nel richiamato art. 100-*ter* T.U.F.

Infine, l'art. 1, sesto-*bis* comma, T.U.F. equipara nella nozione di "partecipazioni" le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'art. 2351, ultimo comma, c.c.

Dall'analisi del quadro normativo, sicuramente fluido, si avverte l'esigenza di un nuovo intervento da parte dell'Autorità di vigilanza che potrebbe rappresentare una buona occasione per coordinare le norme vigenti e far rientrare nella categoria degli *strumenti finanziari* quote, azioni, titoli di debito ed obbligazioni ed anche strumenti finanziari partecipativi: si tratta, in effetti, di prodotti questi ultimi richiamati che si pongono perfettamente in linea con gli strumenti finanziari individuati dal Regolamento Consob. D'altro canto, valorizzando il dato nominalistico comune, si potrebbe pervenire ad un'interpretazione nella direzione prospettata: la denominazione *strumenti finanziari* designa, in effetti, una categoria di portata generale in grado di identificare tutti gli strumenti di raccolta del risparmio destinati a scopi produttivi [53].

4.3. *(*Segue*): rilievi di opportunità.*

La proposta ricostruzione della possibilità di offrire gli strumenti finanziari partecipativi tramite *crowdfunding* si fa preferire anche nell'ottica dei vantaggi che potrebbero derivare alle imprese emittenti. In questa prospettiva, si osserva che l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi consente il rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria attribuendo un altro canale di finanziamento attraverso il riconoscimento, in cambio di nuove risorse, di diritti patrimoniali e amministrativi, peraltro senza toccare gli equilibri di governo interni, salvo diversa volontà [54]: è, per conseguenza, in-

[52] Per la tesi secondo la quale la quota di s.r.l., in presenza di certe condizioni, sia qualificabile come valore mobiliare, v. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc*., 2019, 675 ss.

[53] In questo senso, M. ZACCHEO, (nt. 40), 395; S. PATRIARCA, (nt. 48), 89; C.E. PUPO, *La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni*, in *Riv. dir. comm*., 2020, 441 ss., in part. 446. Sul tema v. M.L. VITALI, (nt. 16), 394, propone una lettura sostanziale del dato regolamentare.

[54] Cfr. U. MINNECI, (nt. 16), 522, l'a. suggerisce l'opportunità di un «ulteriore articolazione

negabile che la possibilità di un'ulteriore estensione della platea dei finanziatori, mediante l'uso del *web*, renderebbe ancor più interessante la previsione di emissione dei medesimi.

Nella fase iniziale, peraltro, potrebbe essere più conveniente procedere per questa strada piuttosto che avviare un *round* tradizionale di *equity*, considerata la difficoltà di una valorizzazione preventiva delle quote laddove il *business* non sia ancora consolidato.

Ad ulteriore conferma della "bontà" della soluzione si osserva che in altri ordinamenti, da sempre, il collocamento tramite *crowdfunding* può avere ad oggetto *securities* di ogni tipo: in particolare, in Germania il fenomeno dell'offerta dei cd. *Genußrechte*, strumenti finanziari elaborati nella prassi ed avvicinabili ai nostrani strumenti finanziari partecipativi, costituisce l'ipotesi tipica di sollecitazione all'investimento sui portali *on line*[55]. D'altro canto l'esperienza americana conferma un'identica tendenza con riferimento alla possibilità di offrire i c.d. SAFE, *simple agreements for future equity*, si tratta di contratti – in qualche misura e a certe condizioni – avvicinabili agli strumenti finanziari partecipativi quando costruiti come strumenti di semi-*equity*[56].

---

della struttura finanziaria dell'emittente in modo da rivitalizzare i titoli di debito se non addirittura generalizzare i c.d. strumenti finanziari partecipativi».

[55] I *Genußrechte* sono strumenti di finanziamento «ibridi», costruibili in variegati modi ed incorporati in un documento idoneo ad attribuire una serie di diritti patrimoniali tipici delle azioni, seppure gli apporti con cui essi vengono liberati non costituiscono capitale sociale. Sul tema dell'offerta dei *Genußrechte* tramite *crowdfunding* v. N. ABRIANI, (nt. 43), 88; D. LEUERING, D. RUBNER, *Prospektpflicht des Crowdfunding*, in *NJW-Spezial* 2012, 463.

[56] I SAFE sono contratti molto utilizzati nella prassi dalle *technology companies* nella Silicon Valley, in particolare, si tratta di una sorta di strumento di finanziamento che attribuisce all'investitore il diritto futuro ad acquisire quote di partecipazione, di norma privilegiate, delle *start up*, sul tema e per ulteriori indicazioni v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 383. In ordine alla possibilità di offrirli mediante *crowdfunding*, v. A. SCHWARTZ, *Crowdfunding Issuers in the United States*, in *Journal of Law & Policy*, vol. 61, 2020,158, ove l'a. sottolinea che «although it is often called equity crowdfunding companies may offer any type of security whetther comm stock bonds or even safe»; ID., *Crowdfunding Securities*, in *Notre Dame Law Review*, vol. 88, 3, 2013, 1457 ss. In relazione ai rischi di questo tipo di investimento v. J.M. GREEN, J.F. COYLE, *Crowdfunding and the Not-So-Safe Essay*, in *Virginia Law Review Association*, 2016, 168; D.M. IBRAHIM, *Underwriting Crowdfunding*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 25, 2, 2020, 289; ID., *Crowdfunding signals*, in *Georgia Law Review*, vol. 53, 1, 2018, 197; J. WROLDSEN, *Crowdfunding Investment Contracts*, in *Virginia Law and Business Review*, vol. 11, 3, 2017, 543.

4.4. (Segue): *profili operativi.*

Sotto il profilo operativo, trattandosi di uno strumento flessibile a forma libera e il cui contenuto può essere determinato in base alle esigenze delle parti ed in funzione degli obiettivi perseguiti, occorre ipotizzare la struttura più "fruibile" nell'ambito di operazioni di offerta mediante *crowdfunding*.

Preliminarmente, si segnala che tali strumenti per un'offerta *on line* dovrebbero essere liberati esclusivamente mediante apporti in denaro e costruiti "per categorie" secondo modalità *standard*[57], inoltre per essere appetibili a soggetti meri finanziatori dovrebbero conferire diritti patrimoniali partecipativi disegnati sulla falsariga di quelli tipici di uno strumento di *equity*.

Quanto alla legge di circolazione, sarebbe opportuno prevederne la libera trasferibilità, nonché la convertibilità in quote che potrebbe garantire occasioni di disinvestimento (conversione automatica al ricorrere di determinati eventi ad es. la quotazione in borsa dell'impresa)[58].

Tra i titolari degli strumenti finanziari partecipativi e la società emittente si instaura un rapporto giuridico regolato dal contratto sociale assimilabile a quello tipico dei soci: accanto, dunque, ai soci fondatori, ideatori del *business*, e ai soci finanziatori, titolari di quote standardizzate acquistate sul *web*, emergerebbe una categoria di "*para*-soci" titolari di strumenti di "*para-equity*"[59].

D'altro canto, si potrebbe immaginare la creazione sul portale di una nuova sezione dedicata all'offerta di questi strumenti: in effetti, come noto, il portale è strutturato in sezioni, quella originaria è deputata all'offerta del capitale di rischio, ai sensi dell'art. 13, quinto-*quater* comma, Reg. deve poi essere istituita una sezione per l'offerta di obbligazioni e titoli di debito ed, infine, l'art. 25-*bis* Reg. prevede la possibilità di creare una terza sezione destinata alla bacheca elettronica su cui possono essere pubblicate le manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari che siano oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di *crowdfunding* svolta sul medesimo portale.

Sul versante dei titoli per cui sia stabilito un rimborso e che, di conseguenza, comportano un vero e proprio indebitamento per la società, nel contesto delle imprese innovative s.r.l., si segnala la questione della legittimità degli strumenti finanziari «comunque denominati», *ex* art. 2411, terzo comma, c.c.,

---

[57] Sul punto v. A. VALZER, (nt. 13), 492.

[58] V., *infra*, par. 4.5.

[59] Con riferimento alle s.p.a. v. M. NOTARI, *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi*, (nt. 13), 1143, ove l'a. definiva i titolari di strumenti finanziari partecipativi come «"parti" del contratto sociale, pur non titolari di azioni, bensì come "soci non azionisti"».

che la società per azioni, al fine di acquisire risorse, può sempre emettere e che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della stessa emittente [60]. Si tratta di un'operazione sostanzialmente di finanziamento e quindi dell'emissione di titoli alternativi alle obbligazioni, a cui si applicheranno le relative regole [61].

Nella s.r.l. innovativa, la configurabilità di questi strumenti deve pertanto ritenersi assorbita dalla disciplina dei titoli di debito e dall'ampia autonomia concessa ai soci nel modellarli [62], viceversa, si violerebbero i paletti fissati dal legislatore per l'emissione di quei titoli, *in primis* il taglio minimo [63] e i vincoli relativi alla prima sottoscrizione da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale i quali rispondono della solvenza della società nel caso di successiva circolazione dei titoli stessi. Per conseguenza l'offerta sul mercato primario da parte di imprese innovative di strumenti finanziari strutturati come titoli di debito non è offerta al pubblico – in quanto rivolta esclusivamente a investitori "qualificati" ai sensi dell'art. 100, primo comma, lett. a), T.U.F. – ma ora può comunque essere effettuata attraverso portali di *crowdfunding* ai sensi del nuovo art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F. [64].

---

[60] Sul tema v. M. MIOLA, (nt. 13).

[61] Sul punto cfr. M. ZACCHEO, (nt. 40), 397, secondo cui «la libertà di elaborare strumenti finanziari, di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., incontra il limite invalicabile fissato dall'art. 2411, comma 3, c.c.: nel senso che quella libertà cede di fronte ad una precisa valutazione del legislatore, che ha inteso applicare direttamente la disciplina delle obbligazioni al caso in cui lo strumento finanziario condizioni il rimborso all'andamento economico della società», conclude dunque affermando la necessità di «salvaguardare ipotesi tra loro del tutto coincidenti quanto alla funzione, al fine di evitare ingiustificate disparità di trattamento di situazioni tra loro del tutto identiche».

[62] Nello stesso senso P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 409, spec. nt. 206, ove si legge: «non rinveniamo sufficienti elementi testuali per sostenere (…) che l'art. 2483 c.c. non si applichi agli strumenti finanziari privi di caratteristiche partecipative (…) emessi da s.r.l. *startup* e PMI innovative, la cui fattispecie andrebbe perfettamente a coincidere con quella dei titoli di debito». Con riferimento al «trapianto» degli strumenti finanziari nel contesto delle innovative s.r.l., parla di «crisi di rigetto» nel rapporto con i limiti all'emissione di titoli di debito, M. NOTARI, (nt. 10), 258.

[63] La delibera CICR, 19 luglio 2005, n. 1058, riguardante la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, dopo aver ricompreso all'art. 3 i titoli di debito di s.r.l. tra gli altri strumenti finanziari di raccolta del risparmio, all'art. 5 stabilisce, in via generale, che gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, diversi dalle obbligazioni, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a cinquantamila euro. Sulla disciplina dei titoli di debito, di recente, v. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, Milano, Giuffrè, 2020, 1275.

[64] In questo senso N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 853. Sul tema v. anche U. MINNECI, *La raccolta "alternativa" di capitale di debito da parte delle pmi*, in *La società a responsabili-*

Sul punto emergono alcuni profili critici. Il Regolamento Consob insistentemente richiama i limiti posti dall'art. 2483 c.c. e dalle leggi speciali applicabili [65], nello stesso tempo aprendo la platea dei sottoscrittori di tali strumenti di debito fino ad includervi investitori non professionali, seppure "*wealthy*" [66]. Il rimando ai vincoli normativi pare però riflettersi sui margini di manovra che restano angusti per i primi sottoscrittori, laddove questi siano investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale: essi, infatti, sono responsabili per la solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali e che non siano soci. Tale ultima previsione va necessariamente calata ed adeguata al contesto sotto osservazione. In merito si osserva che i c.d. investitori "a supporto delle PMI", così come i *retail wealthy*, pur non rientrando nella categoria degli investitori professionali, sono di fatto, agli stessi equiparati dalla Consob in termini di conoscenze ed informazioni, giacché risultano esperti e qualificati rispetto alla tipologia di investimento; d'altro canto, nelle innovative i soci, meri investitori, potrebbero essere titolari di categorie di quote con diritto di controllo ridotto, se non quasi annullato, si potrebbe creare, in tal guisa, un'ingiustificabile disparità di trattamento ed evidenti problemi di funzionamento.

In ogni caso, la severa previsione, rende quantomeno complicata, se non

tà limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi, Scritti in onore di O. Cagnasso, a cura di M. Irrera, Torino, Giappichelli, 2020, 247 e segg. Si è già avuto occasione per rilevare che il finanziamento mediante obbligazioni e strumenti finanziari di debito tecnicamente non può essere ricompreso nel c.d. *equity based crowdfunding*, così come diviene più complicato ricondurre l'operazione di offerta di titoli di debito al «finanziamento della folla», giacché risulta espressamente riservata ad investitori professionali o comunque a particolari categorie di investitori: pare, dunque, preferibile parlare in questi casi di *debt crowdfunding*, v. A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, (nt.16), 902.

[65] V. artt. 16, primo comma, d-*quater*; 15, primo comma, d-*bis*; 14, primo comma h-*bis*; art. 13, terzo-*bis* comma e quinto-*quinquies* comma, Reg. Consob.

[66] L'art. 24, secondo-*quater* comma , Reg., nella sua ultima versione che risale all'ottobre 2019, prevede che il gestore assicura che la sottoscrizione di obbligazioni e *titoli di debito* sia riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, oltre che agli investitori professionali (*i.e.* fondazioni bancarie, e incubatori di *start up* innovative, che assumono il ruolo di *anchor investors* nel perfezionamento delle offerte di *equity crowdfunding*), agli investitori a supporto delle PMI, di cui all'art. 24, secondo comma, Reg. Consob, nonché ai clienti *retail* di tipo *wealthy*, ovvero coloro che detengono un portafoglio finanziario, compresi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000, coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto, infine, investitori *retail* che hanno un patrimonio finanziario in gestione presso gli intermediari finanziari autorizzati al relativo servizio di investimento.

del tutto irrealizzabile, l'operazione, nonché l'effettiva appetibilità di strumenti per i quali il taglio minimo di emissione risulta molto elevato in rapporto alle caratteristiche e all'eventuale inadeguatezza sotto il profilo delle conoscenze dei possibili successivi finanziatori di imprese che, di norma, si trovano nella fase di avvio e, spesso, con un *business* non ancora consolidato [67], anche se nulla esclude che una buona idea di *business* riesca, sin dagli esordi, a coinvolgere investitori *professionali* o, comunque, "sofisticati".

I titoli di debito, e di conseguenza gli strumenti finanziari partecipativi strutturati come quelli, paiono rappresentare forme di investimento "di nicchia", adatte per operazioni di finanziamento più mirate su specifici investitori, *business angels* e *venture capital*, e, forse, meno idonee per una campagna "diffusa" di offerta sul *web* mediante portali *on line*.

Infine, come già osservato, la Relazione al Decreto segnala che l'adozione di questa modalità operativa, *i.e*. emissione di strumenti finanziari partecipativi, risponda – principalmente – all'esigenza di alleggerire la società di alcuni costi di gestione, consentendo, invece, il compenso di collaboratori, fornitori e consulenti attraverso questo differente canale: in quest'ottica, il profilo da privilegiare nella ricostruzione della fattispecie dovrebbe essere quello patrimoniale. Laddove gli strumenti finanziari partecipativi siano emessi dunque per soddisfare un'esigenza di *work for equity*, e quindi per introdurre apporti consistenti in prestazioni specifiche, è escluso l'interesse ad offrirli sul *web* e, di nuovo, si tratterà di operazioni di finanziamento "individualizzate".

4.5. (Segue): *la configurazione degli strumenti sotto il profilo patrimoniale e amministrativo.*

Si postula che gli interessati alla sottoscrizione degli strumenti emessi da imprese innovative ed offerti sul web potrebbero essere dei meri finanziatori e alla luce di questa considerazione pare da prediligere l'aspetto patrimoniale nella creazione dei medesimi.

Gli operatori hanno piena libertà nella costruzione degli strumenti: la remunerazione potrà essere integrata da una somma di denaro fissa o percentuale calcolata sul valore dell'apporto ovvero sugli utili dell'impresa – ma, per le *start up* innovative, parrebbe compatibilmente con il divieto di distribuzione

[67] Sicché avendo a mente i limiti di fatturato annuo fissati per le *start up* (cinque milioni) e le PMI innovative (cinquanta milioni), pare più verosimile il fatto che siano le seconde a sfruttare questa opportunità.

degli utili che le caratterizza [68] – o di un affare o di un settore determinato dell'attività, ovvero ad indici fissi; potrà essere anteposta (o postergata) a quella che spetta ai soci [69].

I diritti patrimoniali degli strumenti finanziari possono essere legati, in tutto o in parte, all'andamento della società con la conseguenza che i titolari sono esposti al rischio di impresa [70]: detto rischio può riguardare, oltre al profilo del diritto alla remunerazione, anche quello della restituzione dell'apporto. In questa prospettiva, appare necessario distinguere l'ipotesi in cui sia previsto il rimborso dell'apporto da quello in cui ciò manchi [71] e in quest'ultimo caso si profila l'esigenza di una specifica disciplina statutaria per la partecipazione alle perdite [72]: in particolare, si tratterebbe di strumenti finanziari partecipativi da classificare come *equity instruments*, al pari delle quote, che daranno origine a «riserve targate» [73].

Tra i diritti patrimoniali emergono poi il diritto al riparto del residuo attivo di

---

[68] Secondo A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 812, la partecipazione agli utili degli strumenti finanziari partecipativi nella *start up* innovativa non può essere subordinata ad una preventiva delibera di distribuzione degli utili se si ritiene riconducibile la fattispecie alla figura dell'associazione in partecipazione con la quale condivide la dazione di un apporto e nella quale l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili senza che sia richiesta alcuna delibera (quando l'associante sia una società); la coerente conseguenza dell'affermazione di un diritto del titolare degli strumenti finanziari partecipativi agli utili, una volta che questi siano stati prodotti e prima ancora che sia decisa la loro destinazione, è che egli risulta creditore per gli utili maturati e che dunque la loro percezione non confligge con il divieto di cui all'art. 25, secondo comma , lett. e), d. lgs. n. 179/2012, ove il legislatore si riferisce alla distribuzione di utili invero vietata, espressione che non allude certamente alla posizione del creditore qualora il suo corrispettivo consista in una partecipazione all'utile. Viceversa se per effetto di una scelta dell'atto costitutivo la remunerazione dovesse essere condizionata ad una delibera di distribuzione degli utili il riconoscimento di tale diritto potrà avvenire solo dopo la scadenza del periodo di incubazione. Nessun problema si pone per le PMI innovative per le quali non sussiste il divieto in questione.

[69] Così N. ABRIANI, (nt. 24), 341.

[70] Così A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 812.

[71] V., la massima n. 164 del Consiglio notarile di Milano, cit., ove si legge che: «Gli strumenti finanziari partecipativi emessi ai sensi dell'art. 2346, comma 6, c.c., possono prevedere o meno, a carico della società, l'obbligo di rimborso dell'apporto o del suo valore. Nel primo caso, l'obbligo di restituzione comporta l'iscrizione di una voce di debito nel passivo dello stato patrimoniale; nel secondo caso, invece, l'apporto comporta l'iscrizione di una riserva nel patrimonio netto della società nella misura in cui esso sia iscrivibile nell'attivo dello stato patrimoniale o nella misura della riduzione del passivo reale».

[72] Sul tema v. A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 815 ss.

[73] Così M.S. SPOLIDORO, (nt. 22), 423.

liquidazione, il diritto alla distribuzione delle riserve a cui va aggiunto il diritto di conversione in quote [74]. Sotto quest'ultimo profilo, pare compatibile con il sistema, ed interessante, l'assegnazione a tali strumenti di un diritto di conversione in quote, *i.e*. categorie di quote, al verificarsi di successivi eventi, nello scenario in cui la *start up*, incrementi la propria valutazione [75]: la soluzione prospettata trova la sua *ratio* nella possibilità di consentire ai finanziatori di tramutare il proprio investimento acquisendo una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo vantaggioso laddove l'impresa avesse "spiccato il volo".

L'investimento in strumenti finanziari convertibili potrebbe rappresentare, per gli investitori, informati e in grado di valutare le potenzialità dell'iniziativa economica innovativa, un passaggio intermedio in attesa che sia meglio definito il valore del *business* e delle relative quote, nonché, come già detto, presentare un cambio conveniente al momento della conversione [76]. Lo strumento finanziario partecipativo, funziona bene se ha i necessari ingredienti tecnici, dalla combinazione dei quali dipende l'esito della sua funzionalità: sconto a cui avviene la conversione in *equity*; valore minimo a cui può avvenire la conversione; valore massimo oltre il quale la conversione diventa "a tutto sconto";

[74] V. la massima n. 166 del Consiglio notarile di Milano, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni (artt. 2346, comma 6, c.c.)*, ove si riconosce espressamente che la disciplina degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, sesto comma, c.c. possa prevedere la loro conversione in azioni di nuova emissione. Sul punto v. Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Giur. comm*., 2017, II, 717, con nota di C. Di Noia-R. Restuccia, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, vedila anche in *Società*, 2016, 976 ss., con note di M. Lamandini, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e M. Palmieri, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari* ex *art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni.*

[75] Sul tema, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 409 secondo i quali nelle s.r.l. *start up* e PMI innovative è permessa «l'emissione di strumenti finanziari convertibili sottratti all'applicazione dell'art. 2483 c.c., mancando la *eadem ratio*, se con contenuto "partecipativo"»; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, 501 ss., in part. 511; I. CAPELLI, *L'*equity based crowdfunding *e i diritti del socio*, in questa *Rivista*, 2014, 17 ss., in part. 18; S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576. Sul punto l'Agenzia delle Entrate (risp. n. 96/2019) ha ritenuto agevolabile, mediante il riconoscimento di un beneficio fiscale di una deduzione sul reddito di una somma pari al 30%, esclusivamente l'investimento in strumenti finanziari partecipativi che prevedono clausole di convertibilità in quote di *start up* innovative, a condizione che la conversione abbia effettivamente luogo.

[76] V. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 411, ove gli autori segnalano che anche nella prassi *Venture Capital* sia per il *seed debt*, sia per il *seed equity*, sia per il *SAFE, simple agreement for future equity* (rispetto al quale il titolare effettua un apporto che non viene qualificato né come conferimento a capitale né come erogazione di mutuo e a fronte del quale il titolare acquista la possibilità di divenire automaticamente socio dell'emittente in caso di futuro aumento del capitale), il tasso di conversione prevede un forte sconto.

tempo entro il quale l'evento che determina la conversione deve avverarsi, pena la conversione al valore minimo [77]. In ogni caso, occorre considerare il fatto che in quest'ipotesi l'emissione degli strumenti finanziari convertibili deve rispettare le previsioni in tema di conferimenti [78].

L'art. 26, settimo comma, d. lgs. n. 179/2012 riecheggia l'art. 2346, sesto comma, c.c., pur non ricalcandolo alla lettera, non sono infatti richiamati quei poteri di *voice* forte previsti dall'art. 2351, quinto comma, c.c.: tuttavia l'esplicito divieto di voto – replicato ed adattato al diverso contesto normativo – nelle decisioni e nelle assemblee dei soci, pare, *a contrario*, ammettere il diritto di *voice* su argomenti specificamente indicati, quando previsto nell'atto costitutivo.

In relazione ai diritti amministrativi, è però certamente opportuno valutare la compatibilità delle s.r.l. innovative con la creazione di strumenti finanziari a cui sia riservata, secondo modalità stabilite nell'atto costitutivo, la nomina di un componente «indipendente» dell'organo di gestione ovvero di controllo.

In quest'ottica, seppure il parallelismo che il legislatore ha voluto ricreare tra le imprese innovative s.r.l. "modificate" e le s.p.a., sotto il profilo della struttura finanziaria, legittima la soluzione positiva, alla luce delle riflessioni svolte in ordine alla funzione dell'istituto nel contesto in esame, pare che permettere a soggetti diversi dai soci di influire in modo così penetrante sull'assetto degli organi sociali sia complicato [79]. Ne discenderebbe una peculiare ricostruzione delle s.r.l. innovative "aperte": predisposte per accogliere fonti finanziarie di tipo *para* azionario, ma, nello stesso tempo, protese a conservare un nucleo originario e caratterizzante il tipo –, con una struttura partecipativa "su doppio livello", quello interno, rappresentato dai soci ordinari con poteri gestori forti, quello esterno, viceversa, a cui accedono gli investitori con diritti necessariamente "depotenziati" [80]. In questo senso, l'autonomia statutaria svolge un ruo-

---

[77] M. COSTABILE, A. NEGRI CLEMENTI, *Uno strumento innovativo per le* startup, in *Il Sole 24 Ore*, 7 agosto 2020.

[78] V. massima n. 166 del Consiglio notarile di Milano, cit.

[79] Differentemente, nella prassi delle s.r.l. *VC-backed* si assiste di frequente alla previsione, tra gli altri strumenti di tutela contrattuale, anche di diritti di nomina di componenti dell'organo amministrativo, v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 381.

[80] Sul punto v. M. CIAN, *Le società* start up *innovative. Problemi definitori e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 409 ss., in part. 425, ove l'a. afferma che la soluzione del ricorso all'analogia sembra suffragata dall'identità funzionale della disciplina speciale con il modello azionario, in questo senso la concisione del testo introduce semplicemente e puramente una lacuna. Ma v. ancora M. CIAN, (nt. 9), 1194, ove l'a. propone una lettura più restrittiva, affermando che «se si è disposti ad accogliere la tesi per cui la s.r.l. innovativa è destinata a conservare comunque alcuni elementi focali del modello di diritto comune, nella sua struttura partecipativa, senza potersi trasfigurare in una società per azioni sotto falso nome, è probabilmente più coerente

lo "chiave" nel rafforzamento della posizione dei soci imprenditori e nella conseguente sterilizzazione dei diritti amministrativi riconducibili ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Nella medesima prospettiva, sembrerebbe che non possano ammettersi in capo ai portatori di strumenti finanziari partecipativi diritti la cui ampiezza ed incisività sia incompatibile con il sistema: sembra dunque difficile concepire, in questo ambito, in capo ai titolari di questi strumenti, alcuni diritti amministrativi che paiono sovrabbondanti e pericolosi, quali un diritto di controllo "ampio" *ex* art. 2476, secondo comma, c.c., il diritto di denuncia ai sensi dell'art. 2477, ultimo comma, c.c., così come un diritto di voto su operazioni rilevanti; viceversa, si potrebbe pensare ad un diritto di voto limitato a certi argomenti che toccano gli interessi dei sottoscrittori, fermo restando il divieto di voto generalizzato per le decisioni dei soci e per le assemblee.

Per le stesse motivazioni sembra da escludersi anche il diritto di *voice* rispetto ad argomenti di carattere gestorio che restano riservati agli amministratori e, attraverso i soli schemi previsti dall'art. 2479, primo comma, c.c., ai soci delle società a responsabilità limitata.

Per contro, immaginando un'operazione di finanziamento pure sul web ma rivolta a particolari categorie di investitori – che possono risultare determinanti per una rapida crescita del *business* – si potrebbe ipotizzare l'attribuzione ai medesimi di tutti i diritti che consentono manovre gestorie significative come accade per il *venture capital*.

5. *PMI non innovative e strumenti finanziari partecipativi: un'ulteriore via di finanziamento?*

Il tema degli strumenti finanziari partecipativi presenta un altro profilo che merita oggi di essere approfondito. Sul punto, occorre porsi due domande: la mancata estensione a tutte le PMI s.r.l., dunque anche non innovative, della possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi è frutto di una scelta ponderata del legislatore? E ancora: l'attuale mutamento della cornice entro cui si innestano questi strumenti impone anche una rivisitazione delle soluzioni eventualmente proposte *ab origine*? Si tratta, come si annunciava, di un pro-

orientarsi verso la soluzione più restrittiva». Attraverso altra strada perviene ad una risposta negativa S. GUIZZARDI, (nt. 9), 576, secondo cui gli strumenti finanziari in questione non possono comprendere un diritto di voto su argomenti determinati o il diritto di nomina di un membro del consiglio di amministrazione, giacché il diritto di voto è precluso in modo esplicito per tutte le decisioni di cui al 2479 c.c.

blema che pare rimasto "in sospeso" nella penna degli autori dei recenti rimaneggiamenti normativi e sul quale è opportuno soffermarsi.

Come noto, il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha rivoluzionato il mondo delle società a responsabilità limitata giacché la stragrande maggioranza di esse è classificabile come PMI ed oggi tutte le PMI s.r.l. hanno accesso alle regole in deroga originariamente introdotte per le sole s.r.l. *start up* innovative. Tale significativa novità, tuttavia, non ha interessato la disposizione che prevede in capo alle imprese innovative la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi: nel settimo comma dell'art. 26, d.l. n. 179/2012 le parole «*start-up* innovative» non sono state sostituite con l'espressione «PMI» e, per conseguenza, in forza del chiaro dato letterale è parso inapplicabile alle PMI non innovative [81].

Non tutti gli interpreti, tuttavia, sono giunti alle medesime conclusioni sul punto: vi era chi, sin da subito, aveva considerato l'assenza del richiamo come un «mero refuso di nessun rilievo operativo» [82].

---

[81] L'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017, n. 50 ha modificato espressamente i commi secondo, quinto e sesto (e di riflesso anche al terzo comma) dell'art. 26 del d.l. n. 179/2012: l'omesso rinvio al comma sette dell'art. 26, in una norma che contiene richiami a specifici commi, non pare poter essere attribuita ad un semplice refuso del legislatore, ma è indice di una sua presa di posizione, così O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Carlo Ibba e Giorgio Marasà, Milano, Giuffrè, 2020, 125. Nello stesso senso, v. M. NOTARI, (nt. 10), 258; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc*., 2018, 1441 ss., in part. 1452; A.R. ADIUTORI, (nt. 9), 802; N. ABRIANI, (nt. 43), 88; E. CUSA, (nt. 51), 679 spec. nt. 14; CONSIGLIO NAZIONALE NOTARIATO, Studio n. 101-2018/I, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, 6 spec. nt. 8.

[82] Così A. BUSI, *Le modifiche statutarie per la gestione del* crowdfunding, in *Soc. contr.*, *bil. rev.*, 2018, 2, 6 ss., in part. 9, secondo cui «la srl PMI può emettere strumenti finanziari visto che l'intervento sostitutivo del termine *innovativa* con il termine *PMI* realizzata dal d.l. 50/2017 in soccorso dell'intervento zoppo già realizzato con l'art. 1 co. 70 della l. 232/2016 serviva solo a superare "espressamente" una serie di divieti codicistici contenuti in norme a valenza proibitiva (art. 2468, 2474 c.c.), il cui implicito (o tacito che dir si voglia) superamento non sembrava legislativamente del tutto corretto, anche in considerazione della distinzione tra strumenti finanziari e quote di srl, mantenuta nel nuovo testo dell'art. 100 *ter* del TUF, che definisce queste ultime più genericamente come "*prodotti finanziari*". Detto intervento anti-proibizionista non sembrava e non sembra necessario per l'emissione di strumenti finanziari, originariamente non previsti nel Codice per le srl e quindi di conseguenza non vietati dal Codice nelle norme inerenti le srl. Per ritenere ammissibile l'emissione degli strumenti finanziari era pertanto forse già sufficiente il disposto dell'art. 1 co. 70 l. 232/2016. Il vero problema per l'emissione di strumenti finanziari da parte di srl PMI era, viceversa, l'originario disposto dell'art. 100 del TUF che non prevedeva tra i soggetti emittenti la srl PMI. Tale problema sembra essere ora risolto dalla nuova formulazione dell'art. 100 *ter* co. 1 TUF». Nello stesso senso, di

Probabilmente in allora si è trattato di una scelta del legislatore che, però, risulta incomprensibile nel rinnovato contesto normativo. Il silenzio delle norme conferma che la relativa operazione di emissione non è vietata. Pare, infatti, che si stia completando un importante cambiamento dell'impianto tradizionale annunciato dall'introduzione nel nostro ordinamento della regolamentazione di *start up*, PMI innovative e *crowdfunding*, proseguito con il d.l. 50/2017, che ha importato in tutte le s.r.l. PMI la struttura finanziaria *para*-azionaria in origine destinata solo alle imprese innovative, e *quasi* concluso con la legge bilancio 2019, che ha esteso la possibilità di offerta sui portali *on line* ai titoli di debito: a questo punto, a giudizio di chi scrive, manca ancora un tassello.

In effetti, il requisito della «innovatività» dell'oggetto sociale conserva un valore residuale molto ridotto; in particolare, sul versante del diritto societario ha perso terreno vista la quasi completa estensione dell'impianto normativo in deroga – originariamente destinato alle solo *start up* innovative – a tutte le PMI s.r.l.: resta esclusa tuttavia proprio la possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi che, stando ai dati letterali, parrebbe una prerogativa riservata all'innovazione.

Se potessimo rappresentare lo scenario attuale con una tabella vedremmo che *start up* e PMI innovative s.r.l. possono emettere quote *standard*, strumenti finanziari partecipativi e titoli di debito e, alla luce dell'interpretazione sopra proposta, offrirli tutti al pubblico mediante *crowdfunding*. Viceversa, le PMI s.r.l. non innovative possono emettere solo quote *standard* e titoli di debito ed offrirli tramite *crowdfunding*: tuttavia, di fatto, possono creare strumenti finanziari che non determinano un rafforzamento patrimoniale della società, quindi costruiti secondo lo schema tipico degli strumenti di raccolta di capitale di debito, soggetti ai limiti di cui all'art. 2483 c.c. ed offrirli mediante portali *on line* [83].

Sotto questa nuova luce occorre riconsiderare la possibilità per tutte le PMI s.r.l. di sfruttare l'ulteriore *chance* degli strumenti finanziari partecipativi per coinvolgere nell'impresa categorie di soggetti diversi dai soci.

In soccorso – nella direzione proposta – si colloca anche un dato di carattere formale: l'art. 100-*ter*, primo comma, T.U.F. parla di emissione di strumenti finanziari da parte di piccole e medie imprese, previsione confermata dal successivo comma secondo-*quater* [84].

---

recente, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 404 spec. nt. 189, secondo i quali «le ragioni di tale mancato richiamo (*al co. 7 dell'art. 26, d.l. 179/2012*) non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento».

[83] In questo senso, N. ABRIANI, (nt. 43), 88.

[84] Così A. BUSI, (nt. 81), 12. Sul punto O. CAGNASSO, (nt. 80), 125, assumendo una posi-

Si aggiunge un'ulteriore considerazione. Decorsi cinque anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, la *start up* innovativa s.r.l. perde tale qualifica e resta iscritta come società a responsabilità limitata nella sezione ordinaria: tuttavia, curiosamente, la legge prevede che le categorie di quote e gli strumenti finanziari eventualmente emessi mantengono efficacia oltre il periodo "agevolato". Sicché la s.r.l. «*ex-start up* innovativa» si presenta come una s.r.l. «geneticamente modificata», a cui sono rimasti in eredità alcuni connotati capitalistici acquisiti durante la prima fase di vita [85]. Questa previsione rispetto alle quote di categoria non suscita più alcun problema di carattere sistematico, giacché a tutte le PMI s.r.l. è consentita l'emissione di quelle; viceversa, appare ancora di difficile comprensione in relazione agli strumenti finanziari. È paradossale infatti che una s.r.l. PMI non innovativa, ma «*ex-start up* innovativa», possa presentare, nella sua struttura finanziaria, anche strumenti finanziari partecipativi, pur non potendo emetterne di nuovi, mentre tale possibilità non è concessa alle s.r.l. PMI non innovative "ordinarie" [86].

D'altro canto, non esiste una motivazione razionale per sostenere che vi sia un nesso indissolubile e biunivoco tra emissione di strumenti finanziari partecipativi ed innovatività [87]: si tratta di un'altra occasione di finanziamento per

---

zione differente in relazione alla possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per tutte le s.r.l. PMI, pare lasciare aperto uno "spiraglio" ove afferma «è vero che le regole del TUF in tema di *crowdfunding* fanno riferimento alla collocazione tramite portali di strumenti finanziari in genere e quindi la formula potrebbe ricomprendere anche quelli partecipativi».

[85] Così E. FREGONARA, *La* start up *innovativa*, Milano, Giuffrè, 2013, 137. Sulla generale mutazione genetica delle s.r.l. v. ampiamente P. MONTALENTI, (nt. 2), 61 spec. 68 ss.

[86] V. M. NOTARI, (nt. 10), 260, ove l'a. trova difficile spiegare la scelta del «trapianto» dell'istituto nell'ambito delle innovative e osserva che «allorché esso era circoscritto alle sole start up innovative, si poteva giustificare questo indiscriminato ampliamento della capacità di emettere strumenti finanziari, sulla base della teoria che potremmo dire del "brutto anatroccolo". Le *start up* innovative, in altre parole, sarebbero legittimate ad emettere gli stessi strumenti delle S.p.A. in quanto solo apparentemente e solo temporaneamente sono modelli organizzativi semplici e poco sofisticati (…) destinate a crescere e a svilupparsi, per diventare società che si aprono al mercato e che adottano la forma delle S.p.A., (…), e qualora ciò non avvenisse entro un certo periodo di tempo, verrebbe del resto meno la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi (…). Tuttavia, ora che la disciplina è estesa a tutte le s.r.l. PMI innovative, anche una simile giustificazione viene meno». Tali riflessioni paiono, d'altro canto, rappresentare un'ulteriore argomentazione a favore di quanto qui sostiene.

[87] Cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-P.M.I.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2020, 815 ss., in part. 821. In senso differente v. N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 42), 852, secondo i quali «la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi per le imprese innovative s.r.l. persegue l'obiettivo di riservare in chiave premiale dell'innovatività una modalità alternativa di finanziamento».

l'impresa con l'ulteriore vantaggio, come già osservato, di non interferire sugli assetti proprietari della società, permettendo, tra l'altro, di incentivare il c.d. *work for equity*. Inoltre, si offre la possibilità alla PMI s.r.l. di superare la rigidità della disciplina del capitale sociale, aumentando i piani sui quali è possibile modulare i rapporti di forza tra i soci, nonché con gli altri potenziali investitori, profilo quest'ultimo particolarmente interessante nelle operazioni di *venture capital* e *private equity* [88].

Il delicato contesto socio-economico determinato dalla crisi pandemica impone di valutare, anche attraverso questa lente, il tema oggetto di indagine [89]. Gli strumenti finanziari partecipativi possono, infatti, rappresentare una valida risorsa per fronteggiare le massive esigenze di patrimonializzazione che le PMI si trovano e troveranno ragionevolmente ad affrontare [90]: si potrebbe ipotizzare la creazione di tipologie di strumenti "standard" così da semplificare le operazioni di emissione da parte dell'ente. Si tratta di strumenti peraltro che, nella prassi, di frequente sono stati impiegati in operazioni di *restructuring*, vista la possibilità di raccogliere apporti di patrimonio non imputati a capitale superando le strettoie delle operazioni sul capitale e senza incidere sui rapporti

[88] Così A. VALZER, (nt. 13), 491.

[89] Sul punto, il Decreto Rilancio, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito in l. 17 luglio 2020, n. 77, all'art. 38, seppure solo con riferimento al solo ecosistema delle *start up* innovative, prevede la costituzione di un «Fondo di sostegno al *venture capital*» che potrà operare «anche mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi» che potrebbero divenire in tal guisa una sorta di leva per il patrimonio dell'impresa. Sicché l'originario obiettivo consistente nella crescita dell'impresa può essere affiancato da altri impieghi: laddove costruiti come strumenti di *equity*, possono essere sottoscritti mediante conversione del credito bancario per accrescere il patrimonio dell'impresa, il che consente di iscrivere in bilancio una riserva per un pari importo e salvaguardare il patrimonio sociale. In questi casi, i titolari degli strumenti vengono remunerati in via privilegiata rispetto agli altri azionisti, ma in via subordinata al pagamento dei crediti sociali, senza garanzie di rimborso. Cfr., D.M., 18 settembre 2020, emesso in attuazione dell'art. 38, secondo comma, d.l. Rilancio. In tema vedi anche, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 4), 378 spec. nt. 102, ove gli aa. sottolineano il fatto che la centralità del fenomeno del *Venture capital* emerge anche dall'attenzione legislativa degli ultimi anni, in particolare dalla creazione del FNI (Fondo Nazionale Innovazione), art. 1, comma 209, l. 30 dicembre 2018, n. 145, ove al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di uno o più fondi che investono in fondi di *Venture Capital*.

[90] Sul tema v. C. STANGHELLINI, R. RINALDI, *Trasformazione dei prestiti Covid-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un'idea per far ripartire il sistema delle imprese*, reperibile in internet al seguente indirizzo *www.ilcaso.it*, 3 aprile 2020, ove gli a. propongono una conversione dei prestiti Covid in strumenti finanziari partecipativi con possibilità per la banca di cederli ad un prezzo predeterminato a un veicolo pubblico che li gestisca.

di forza tra i soci [91]. La flessibilità dello strumento consente di plasmarlo a numerose esigenze: come detto, non è infrequente l'utilizzo di questo "espediente" nel contesto di accordi di ristrutturazione del debito di imprese in crisi, giacché rappresenta una valida alternativa al c.d. *write-off*.

Il rapido cambiamento degli scenari, purtroppo non solo sotto il profilo regolamentare, pare più che mai imporre all'operatore di valutare interpretazioni «sostanzialistiche» del dato normativo nel perseguire l'obiettivo di sostenere lo sviluppo (forse anche la sopravvivenza in certi casi) e la crescita economica delle imprese nonché di incentivare gli investimenti in quelle anche attraverso canali alternativi a quelli tradizionali, contrastando il fenomeno della sottocapitalizzazione.

Il programma del legislatore negli ultimi anni è parso orientato verso un sempre più consistente avvicinamento tra il mondo delle società per azioni e quello delle società a responsabilità limitata, in particolare PMI, con una spiccata attenzione per la struttura finanziaria di queste ultime [92]: in questa prospettiva, gli strumenti di cui si è discusso rientrano a pieno titolo nell'indicato progetto normativo.

[91] In tema, v. A. VALZER, (nt. 13), 491.

[92] Sul cambiamento di prospettiva nell'ordinamento societario, *i.e.* «dai tipi ai modelli», v. P. MONTALENTI, (nt. 2), 63, ove l'a. autorevolmente sottolinea che «nel sistema attuale la ricostruzione dei tratti tipologici caratterizzanti i diversi modelli societari deve quindi, a mio parere, essere metodologicamente impostata in termini di individuazione dei nuclei qualificanti della disciplina e, conseguentemente, del grado – per così dire – di variabilità della geometria del modello piuttosto che di ricerca dei tratti caratterizzanti della fattispecie» e conclude affermando che si sta delineando «un percorso lineare di attenuazione progressiva del principio di "autorità" a favore della "libertà" (cioè dell'autonomia dei privati) negli schemi societari».

Long-termism e *short-termism* nella ricerca di strategie di sostenibilità

Long-termism and short-termism in the promotion of sustainability strategies

Maria Vittoria Zammitti*

ABSTRACT:

Nella ricerca di strategie di sostenibilità, legislatori, autorità e studiosi concentrano spesso l'attenzione sulla dimensione temporale dell'agire sostenibile, agevolando così la riemersione, per la verità ricorrente in diritto societario, della contrapposizione tra i concetti di *long-termism* e *short-termism*. Il *favor* per una prospettiva di lungo termine, da una parte, e i tentativi di arginare lo *short-termism*, dall'altra, sono spesso i punti fermi degli interventi regolatori più recenti sul tema.
Il presente contributo si propone di rivalutare in chiave critica la suddetta contrapposizione, mettendo in luce alcuni dei temi su cui appare urgente un intervento normativo e suggerendo l'abbandono del frequente accanimento verso lo *short-termism.*

Parole chiave: sostenibilità – responsabilità sociale d'impresa – *Corporate Governance* – decisioni di breve e lungo termine

The focus of legislators, authorities and academics on the temporal dimension of sustainable actions has led to the progressive re-emerge of the contrast between long-termism and short-termism, that is frequent indeed in corporate law. The orientation to long-term decisions and attempts to stem the short-term ones have been a main point of recent legislative measures on this topic.
This paper aims to critically re-evaluate the above contrast, highlighting some of the most relevant areas that most need regulatory interventions and suggesting abandoning the frequent short-term disfavor.

***Keywords**: sustainability – corporate social responsibility – Corporate Governance – short-term and long-term decisions*

* Ricercatrice di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Palermo; e-mail: mariavittoria.zammitti@unipa.it. Intervento in occasione del *Workshop*-Consob, *Corporate Governance* e le strategie della Commissione europea in materia di finanza sostenibile, tenutosi il 19 ottobre 2020.

SOMMARIO:

1. Le ragioni del diffuso favore per il *long-termism*. – 2. Sostenibilità, lungo termine e breve termine nelle legislazioni nazionali. – 3. (*Segue*): … e nella disciplina europea. – 4. Le ragioni di una critica. – 5. Questioni irrisolte e proposte di intervento.

1. *Le ragioni del diffuso favore per il* long-termism.

I temi della sostenibilità delle attività economico-produttive e della responsabilità sociale delle imprese sono ormai una costante nelle agende dei legislatori e delle autorità nazionali e sovranazionali [1]. Tuttavia, se, da una parte, è certamente vero che le crisi economiche degli ultimi anni – e, da ultimo, l'emergenza sanitaria [2] – hanno acuito l'interesse per il ruolo sociale della grande impresa azionaria [3], dall'altra, i tentativi di indirizzarne i comportamenti in senso socialmente responsabile rimangono ancora timidi.

[1] Da ultimo, il 7 ottobre 2020, per il quinto anniversario dell'Accordo di Parigi (primo accordo universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici adottato alla conferenza di Parigi sul clima (COP21) nel dicembre 2015), è stato approvato l'emendamento alla legge europea sul clima (Reg. (UE) 2018/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio) che introduce un nuovo target del 60% in meno di emissioni di Co_2, rispetto al precedente 55%, da raggiungere entro il 2030.

[2] La pandemia ha comportato, invero, la riconversione della produzione di molte aziende italiane al fine di rispondere ai bisogni del paese, attraverso, ad esempio, la produzione di mascherine o di respiratori: si pensi al gruppo Prada, che, su richiesta della Regione Toscana, ha avviato la produzione di camici e mascherine da destinare al personale sanitario della Regione; oppure a Geox e Diadora, che hanno donato un milione di euro alla Regione Veneto per contribuire alla gestione dell'emergenza.

[3] Interesse non solo di studiosi, legislatori ed autorità, ma delle imprese stesse: si pensi alla Business Roundtable di gennaio 2020 che ha modificato il suo *Statement on the Purpose of a Corporation* eliminando il principio della *shareholder primacy.* Il nuovo Statement è stato firmato da 181 CEO che hanno dichiarato di impegnarsi a condurre la società nella ricerca di benefici non solo per gli azionisti, ma per gli *stakeholders* tutti, consumatori, lavoratori, fornitori e la comunità in generale. La misura era stata anticipata nell'agosto 2019 e aveva dato vita in Italia ad un dibattito accesso: in argomento, si rinvia al forum, a cura di A. PERRONE, *Lo* statement *della* Business Roundtable, II, *Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss. Allo *statement* della Business Roundtable del 2019, peraltro, il *Council of Institutional Investors* aveva risposto in modo molto critico, affermando che l'adozione di una prospettiva di lungo termine non potesse che essere funzionale «to provide shareholders with thorough disclosure and clear articulation of long-term strategic vision»: ne dà conto M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della* Business Roundtable, in questa *Rivista*, 2019, 627.

Un dato che però non va sottovalutato è quello per cui gli sforzi regolatori sembrano essersi recentemente spostati dal tentativo di incentivare le imprese e, in particolare, la grande società per azioni, al compimento di azioni filantropiche, che esulano dall'oggetto dell'attività d'impresa, ma giustificate dall'intrinseco ruolo sociale delle società [4] (in conformità alle più tradizionali teorie sulla responsabilità sociale d'impresa [5]), a quello di proporre un modello d'impresa che svolga l'attività economico-produttiva che le è propria, ma in modo sostenibile.

In altre parole, non si chiede più (soltanto) alle imprese di compiere operazioni di beneficienza, quanto piuttosto di produrre beni e servizi – di eseguire, cioè, il proprio oggetto sociale – secondo strategie di sostenibilità. In tal senso, le antiche teorie della responsabilità sociale d'impresa sembrano fare da sfondo ad un dibattito che riguarda più specificamente le esigenze di regolamentazione degli obiettivi di sostenibilità.

Il concetto di sostenibilità è, tuttavia, di difficile definizione ed opera su più piani [6]: ad un primo tentativo definitorio della UN Conference on Human Environment del 1972 – che si riferiva all'utilizzo di risorse naturalmente rinnovabili [7] – se ne sono aggiunti altri con un'attenzione non solo per l'ambiente, ma anche per l'economia e la società in generale. In ambito finanziario, ad esempio, si ricorre al noto acronimo ESG (*Environmental*, *Social*, *Governance*) [8] al fine di indicare tutte le attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finan-

[4] Secondo il gruppo di teorie c.d. politiche sulla responsabilità sociale d'impresa, l'impresa in forma societaria è un soggetto politico e assume pertanto doveri politici ed economici nei confronti nel contesto in cui opera: sul tema v. lo studio di E. GARRIGA, D. MELÉ, *Corporate Social Responsibility: Mapping the territory*, in *J. Bus. Ethics*, 2004, 53.

[5] Nella dottrina italiana inevitabile richiamare il "classico" di A. ASQUINI, *I "Battelli del Reno"*, in *Riv. soc.*, 1959, 617 ss.

[6] È stato notato che il concetto di sostenibilità è dotato di un'intrinseca duplicità: può riferirsi alla gestione dell'impresa (*governance* sostenibile) ed avere come destinatari delle regole gli amministratori; e può riferirsi al mercato (finanza sostenibile) e in questo caso avere come destinatari gli investitori istituzionali: v. M. MAUGERI, Intervento in occasione del *Workshop*-Consob, *Corporate Governance* e le strategie della Commissione europea in materia di finanza sostenibile, 19 ottobre 2020.

[7] Il successo sostenibile veniva definito in termini di successo che «meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs».

[8] Il recente *Inception Impact Assessment* della Commissione europea statuisce un dovere degli amministratori di adottare delle misure di contenimento dei rischi ESG e di integrare i temi ESG nelle strategie d'impresa, al fine di tener conto degli interessi di tutti gli *stakeholder* dell'impresa.

ziaria, pur tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di *governance* [9].

A rendere il quadro ancora più complesso, accade spesso che il riferimento alla sostenibilità porti con sé una forte attenzione per la dimensione temporale dell'agire imprenditoriale sostenibile: accanto al quesito – in realtà spesso aggirato – su quali siano gli obiettivi di sostenibilità che l'impresa dovrebbe prefissarsi, si è affiancato quello del "quando" – nel senso dell'orizzonte temporale in cui – tali obiettivi possano/debbano essere perseguiti.

Riemerge così la contrapposizione, per la verità ricorrente nel diritto societario, tra i concetti di *long-termism* e *short-termism*, alla base della quale v'è l'idea che la grande società per azioni possa essere *sostenibile* solamente adottando una prospettiva di lungo termine [10]; al contrario, la premura per i risultati di breve termine non farebbe che allontanare l'impresa dal proprio incontrovertibile ruolo sociale, a discapito dell'efficienza di lungo periodo. Tale premura sembra aver caratterizzato non solo gli attori del mercato [11], ma la cultura del nostro tempo [12] e ha comportato l'assunzione di rischi elevati, al fine di garantire le più alte remunerazioni del capitale, a discapito di una prudente e razionale gestione delle risorse della società nonché di una stabilità finanziaria di lungo periodo.

Il *favor* per una prospettiva di lungo termine e i tentativi di arginare lo *short-termism* servirebbero allora a limitare il modello finora prevalente della *shareholder primacy* [13], inducendo gli amministratori – che, secondo una premessa frequente, agiscono al fine della massimizzazione dello *shareholder va-*

---

[9] La finanza sostenibile viene appunto definita quale applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria e, come si legge nel sito www.consob.it, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale.

[10] Significativo, in tal senso, è l'intervento di Larry Fink, CEO di BlackRock, che, nella sua lettera annuale ai CEO, ha affermato che una società non possa ottenere profitti a lungo termine se non considerando le esigenze di una pluralità di *stakeholders.*

[11] Tra le cause principali può annoverarsi la pratica della pubblicazione trimestrale degli utili: v. D. BARTON, *Capitalism for the long term*, in *Harvard Bus. Rev.*, 2011 (consultabile al sito www.hbr.org) in cui si legge «In business the mania over quarterly earnings consumes extraordinary amounts of senior time and attention» e anche: «Average CEO tenure has dropped from 10 to six years since 1995, even as the complexity and scale of firms have grown».

[12] V. A. G. HALDANE, *The cost of short-termism*, in *The Political Quarterly*, 2016, 66 ss.

[13] Su cui v. M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, Chicago, University of Chicago Press, 1962, 133 ss.; ID., *The Social Responsibility of Business is to increase profits*, in *The New York Time Magazine*, 13 settembre 1970, 126.

lue [14] – a concentrare la propria attenzione anche su obiettivi di sostenibilità, adottando scelte gestorie responsabili, che tengano conto di interessi esterni all'impresa [15].

2. *Sostenibilità, lungo termine e breve termine nelle legislazioni nazionali.*

L'esempio tipico della tendenza descritta è quello inglese: il *Companies Act*, ritenuto espressione della nota (quanto da più parti criticata) teoria dell'*enlightened shareholder value* [16], alla Sec. 172 stabilisce che l'interesse sociale vada inteso quale aspettativa alla massimizzazione del valore delle partecipazioni sociali, ma in ottica di lungo termine, cioè in un'ottica che tenga conto di tutte le *constituencies* (le aspettative) interessate e che non si riferisca solo ai soci attuali. La prospettiva di lungo termine dovrebbe consentire di inserire, all'interno dell'interesse proprio dell'azionista, anche gli interessi degli *stakeholders*, identificando tuttora lo scopo sociale nel *firm value*, ma in una (indefinita) prospettiva temporale più ampia.

Il legislatore inglese chiede agli amministratori di agire «in good faith», promuovendo «the success of the company for the benefit of its members as a whole», avendo riguardo all'impatto che le scelte e le decisioni assunte producono nel lungo periodo sugli *stakeholders* [17], pur tuttavia lasciando ampio margine di discrezionalità all'organo amministrativo nell'individuare cosa significhi lungo termine.

---

[14] Per una recente e nota disamina del dibattito sullo scopo sociale e sui doveri degli amministratori v. U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2019, 57 ss.

[15] Anche nelle recenti dichiarazioni di Jamie Dimon, Chairman e CEO di JPMorgan Chase & Co. nonché Chairman della Business Roundtable, ricorre il concetto di lungo termine. Egli ha dichiarato che «Major employers are investing in their workers and communities because they know it is the only way to be successful over the long term. These modernized principles reflect the business community's unwavering commitment to continue to push for an economy that serves all Americans».

[16] Su cui v. V.E. HARPER HO, *"Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, in *Iowa J. Corp. L.*, 2010, 59 ss.

[17] Si legge invero: «and in doing so have regard (amongst other matters) to a) the likely consequences of any decision in the long term, b) the interests of the company's employees, c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, d) the impact of the company's operations on the community and the environment, e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and f) the need to act fairly as between members of the company».

La portata innovativa di tale disposizione, come pure rilevato, appare piuttosto contenuta [18], avendo mantenuto di fatto inalterata la discrezionalità degli amministratori nel perseguimento degli interessi sociali. Si è detto invero che la «Section 172 CA 2006, similarly to the old common law duty, continues to impose a subjective test in decision-making, so that the business decision is left to directors and courts will not interfere in the judgment made» [19]. Ciò sembra peraltro confermato da una copiosa casistica [20], da cui risulta invariata l'attenzione primaria dei *managers* verso l'interesse degli azionisti.

Anche la Francia, recentemente modificando, con la Loi Pacte (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, contenuto nella Loi relative à la croissance et la trasformation des entreprise) del 22 maggio 2019, il proprio Codice Civile, e in particolare gli artt. 1833-1835 c.c., nonché il *Code de Commerce*, a partire dall'art. L. 225-35 sui doveri dell'organo amministrativo – con conseguente modifica anche del *Code de gouvernement d'entreprise des société cotées* – ha previsto che le società debbano tenere conto delle implicazioni sociali e ambientali delle proprie attività («dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité»), allo stesso tempo promuovendo la creazione di valore nel lungo termine per l'impresa [21]. Inoltre, tutte le società hanno la facoltà di specificare nel proprio statuto una *raison d'être*, costituita da principi di carattere sociale ed ambientale, di progresso ed innovazione, che la società si impegni ad attuare nello *svolgimento a lungo termine* della sua attività (art. 1835 del Codice Civile francese) [22].

---

[18] Per un'analisi critica della Sec. 172 v. G. TSAGAS, *Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate Times Call for Soft Law Measures'*in Nina Boerger and Charlotte Villiers (eds.) Shaping the Corporate Landscape Hart Publications, in corso di pubblicazione, reperibile al sito: https://ssrn.com/abstract=2996090.

[19] *Ibidem.*

[20] Cfr. *Hutton v West Cork Railway* (1883) 23 Ch D 654, in cui la Corte d'Appello inglese applicava la Sec. 172, ritenendo che: «director must conduct himself in a way which benefits stakeholders other than shareholders, but only insofar as it will be in the interest of the shareholders as a whole»; v. anche *West Coast Capital (Lios) Ltd*, Re an Order Under Section 994 Of The Companies Act 2006 [2008] ScotCS CSOH_72 (15 May 2008), in cui si legge che la Sec. 172 «little more than set out the pre-existing law on the subject».

[21] La stessa vaghezza di contenuti si riscontra nell'art. 64.1 lett. *b*) del Codice delle Società Commerciali portoghese (*Código das Sociedades Comerciais*): la norma prevede invero l'onere degli amministratori di perseguire l'interesse della società tenendo conto sia degli interessi dei soci nel lungo periodo che dei non-azionisti (*stakeholders*), interessi rilevanti per la sostenibilità sociale ed ambientale della società.

[22] Sul tema v. I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être. Article 1835 and*

Tuttavia, anche la riforma francese, che secondo alcuni Autori non ha costituito una vera e propria rivoluzione, ma piuttosto il completamento di un processo antico [23], lascia ampi margini interpretativi. Non è peraltro mancato chi ha ritenuto il concetto della *raison d'être* poco incisivo e particolarmente evanescente [24].

Per quanto riguarda l'esperienza italiana [25], il nuovo Codice di *Corporate Governance* delle società quotate [26] eleva il successo sostenibile ad obiettivo primario dell'organo amministrativo nella direzione della società, utilizzando il concetto di lungo termine per definirne il contenuto: si legge invero che gli amministratori devono perseguire il successo sostenibile dell'impresa, tramite la produzione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo però conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società [27].

Company's «Raison d'Être», in questa *Rivista*, 2019, 533 ss. e S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ivi*, 517 ss.

[23] Cfr. anche N. NOTAT, J.D. SENARD, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances du Travail, 9 marzo 2018, consultabile al sito: https://www.economie.gouv.fr.

[24] V. I. URBAIN-PARLEANI, (nt. 22), 517 ss.

[25] La sempre crescente attenzione da parte delle autorità di vigilanza per le politiche di sostenibilità si è tradotta recentemente in una *call for evidence* indetta dalla Consob relativa al regime volontario di pubblicazione delle dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF) (CONSOB – Regime volontario di pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) – Call for evidence (1° settembre 2020-30 novembre 2020). Inoltre, sul fattore di rischio ESG, in relazione all'emergenza sanitaria, è stato condotto uno studio da Banca d'Italia: F. FERRIANI, F. NATOLI, *ESG risk in time of Covid-19*, consultabile su www.bancaditalia.it. Sul tema delle informazioni non finanziarie si v. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss. e S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 416 ss.

[26] Il nuovo Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana è consultabile al sito: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf. Si veda anche la recente *Relazione 2020 sull'evoluzione della* corporate governance *delle società quotate*: https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2020.pdf.

[27] Il successo sostenibile è poi richiamato nella definizione delle politiche di remunerazione della società e del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. L'art. 5 stabilisce che «La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società»; allo stesso modo, l'art. 6 prevede che «Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società». Allo stesso modo, il Codice di *Corporate Governance* tedesco, al

Inoltre, il perseguimento di interessi di lungo termine è inserito tra gli obiettivi principali delle politiche di remunerazione degli amministratori [28]. Da una parte, l'art. 123-*ter* T.U.F., al comma tre-*bis*, precisa che «La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo» [29]; dall'altra, l'art. 124-*quinquies* T.U.F., al primo comma, prevede l'onere degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di predisporre e divulgare una politica di impegno che descriva «le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario (…)».

3. (Segue): *... e nella disciplina europea.*

Allo stesso modo, il legislatore europeo, quando affronta le tematiche della sostenibilità, ricorre frequentemente al concetto di lungo termine [30].

---

principle n. 3.1, precisa che «The remuneration policy applicable to management board members (…) should focus on long-term value creation».

[28] Sul tema v. I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in questa *Rivista*, 2020, 553 ss.

[29] *Ibidem.* L'Autrice ritiene che la norma «nei termini di una lettura che voglia attribuirle un significato proprio, si distingue dal "perseguimento degli interessi a lungo termine" e si pone quale punto d'arrivo di una linea ideale che, partendo dalla "strategia aziendale", rivolta naturalmente al perseguimento degli obiettivi prefissati dell'ente, incontra il "perseguimento degli interessi a lungo termine", in grado di allineare gli interessi degli amministratori con quelli dei soci, per arrivare infine alla "sostenibilità della società", che dà rilievo all'ambiente in cui la società opera e, quindi, anche agli interessi delle diverse categorie di *stakeholders*» e che tale interpretazione: «trova testuali conferme nel corpo della SHRD II, di cui appunto il nuovo art. 123-*ter* t.u.f. costituisce l'attuazione: nell'introdurre il nuovo art. 9-*bis*, sesto comma, la direttiva, infatti, attribuisce alla politica di remunerazione il compito di contribuire "alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società"; al contempo si aggiunge che la politica di remunerazione stessa "spiega come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione" e, infine, con specifico riferimento alla remunerazione variabile, si prevede che siano indicati "i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa"»: I. CAPELLI, (nt. 28), 558-559.

[30] Per una disamina delle proposte europee finalizzate alla limitazione dello *short-termism* v. T. STRAND, *Short-termism in the European Union*, in *Columbia J. of European L.*, 2015, 16 ss. Ad ottobre 2020 e fino all'8 febbraio 2021, la Commissione europea ha posto in consultazione una "Proposta di iniziativa sulla governance societaria sostenibile".

Sembra che l'Unione Europea stia prendendo progressivamente atto che la causa principale delle crisi finanziarie sia il mancato controllo da parte dei soci sull'operato dei *managers* e, in particolare, sulle decisioni di assunzione di rischi eccessivi e ciò, secondo il legislatore europeo, si deve all'atteggiamento culturale di fondo dello *short-termism* [31]: da una parte, gli amministratori puntano sulle più alte remunerazioni immediate, garantite dall'assunzione di rischi elevati (anche a costo di perdite altrettanto elevate – se non ancora più elevate – nel futuro) e, dall'altra, i soci omettono qualsiasi forma di monitoraggio di tali rischi. L'obiettivo sarebbe allora quello di ripristinare il ruolo delle visioni di lungo periodo, proponendo una nuova figura di investitore che, al di là delle caratteristiche dell'investimento, sia attento non più soltanto alla massimizzazione degli utili, ma anche ai fattori che possono incidere sulla sopravvivenza dell'impresa, monitorando e sorvegliando l'assunzione dei rischi.

L'obiettivo dello sviluppo sostenibile di lungo periodo è presente in numerose legislazioni europee. Un primo esempio è quello del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Comunicazione della Commissione 2018/97 [32]), che, in linea con l'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile [33], favorisce uno sviluppo che soddisfi le esigenze delle generazioni presenti e future, creando nel contempo nuove opportunità di occupazione e investimento nonché garantendo la crescita economica. Tra le iniziative presentate dal Piano, l'Azione n. 10 prevede la promozione di un governo societario sostenibile e l'impegno ad «attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali».

Il richiamo alla prospettiva di lungo termine in relazione alla sostenibilità è contenuto anche nella Shareholder Rights Directive II (direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti), che già nella rubrica presenta il riferimento ad un impegno degli azionisti che sia di lungo termine e promuove un coinvolgimento di tutti gli *stakeholders* (in particolare dei dipendenti) nel governo societario [34]. Tale coinvolgimento, si legge, costituisce un «fattore importante per

[31] V. F. Denozza, *Il conflitto di interessi tra soci e altri* stakeholders, in corso di pubblicazione, 468.

[32] https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0097&from=it.

[33] Consultabile su https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld.

[34] Il considerando n. 14 promuove «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti» che «costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse».

garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».

Peraltro, già nella Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica della direttiva 2007/36/CE, venivano individuati, tra gli obiettivi primari, quelli di «contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE» [35].

Si ricorda poi la Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE, relativa alle politiche di remunerazione degli amministratori, in cui si legge che «la struttura della remunerazione degli amministratori dovrebbe promuovere la sostenibilità a lungo termine della società» [36].

E ancora, la direttiva UE 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (di modifica della direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere) promuove l'assunzione di un approccio sostenibile e a lungo termine da parte delle società nel mercato interno, a tal fine garantendo «il coinvolgimento di tutte le parti interessate (in particolare, dei dipendenti) nelle operazioni transfrontaliere» [37].

---

[35] Il successo di lungo termine della società viene poi richiamato dal considerando n. 29 in tema di politiche di remunerazione degli amministratori, che dovrebbero «contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine» nonché tenere conto di fattori sociali, ambientali e di governo. Anche l'art. 9-bis, sesto co., Dir. 2017/828 richiama la necessità che le politiche di remunerazione contribuiscano "alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società"».

[36] L'art. 3, secondo co., della Raccomandazione aggiunge che «I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società». Secondo alcuni Autori, la SHRD II sembra aver fatto qualche passo avanti rispetto al quadro delineato dalla Raccomandazione, in cui i concetti di sostenibilità e perseguimento di interessi di lungo termine sembravano sovrapporsi: v. I. CAPELLI, (nt. 28), 561.

[37] Al considerando n. 32, la Direttiva precisa che «il coinvolgimento di tutte le parti interessate nelle operazioni transfrontaliere, in particolare il coinvolgimento dei dipendenti, contribuisce all'assunzione di un approccio sostenibile e a lungo termine da parte delle società nell'intero mercato interno. Al riguardo, la salvaguardia e la promozione dei diritti di partecipazione dei lavoratori nei consigli di amministrazione delle società svolgono un ruolo importante, in particolare in caso di trasferimento o ristrutturazione a livello transfrontaliero. Pertanto, è indispensabile garantire che i negoziati sui diritti di partecipazione nell'ambito delle operazioni transfrontaliere siano portati a compimento e incoraggiati».

Infine, merita menzione il recente studio, commissionato dalla Commissione, *on Directors' duties and on sustainable Corporate Governance* [38] del luglio 2020, che, utilizzando il termine "sostenibilità" quale sinonimo di "crescita economica dell'impresa nel lungo termine", cerca di ricostruire le cause e le conseguenze dello *short-termism* sulla sostenibilità dell'impresa, precisando che «the EU intervention should dispel current misconceptions and errors in relation to the purpose of the company and the duties of directors, which lead directors to prioritize short-term financial performance over the long-term interest of the company».

Secondo quanto rilevato nello studio, le scelte assunte in un orizzonte temporale breve e al fine di ottenere risultati (economici) immediati risultano dannose:

a) per l'ambiente: perché gli amministratori nel cercare di raggiungere l'obiettivo della massimizzazione dello *shareholder value* sarebbero meno incentivati ad assumere decisioni gestorie sostenibili;

b) per la comunità complessivamente considerata, inasprendo le disuguaglianze sociali: si legge invero che, in un contesto in cui la proprietà è concentrata nelle mani di pochi abbienti, il perseguimento dell'obiettivo della massimizzazione dei profitti beneficia soltanto una piccola parte della popolazione mondiale, arricchendo sempre di più chi è già ricco e impoverendo sempre di più chi è già povero;

c) per la tutela dei diritti umani, atteso che l'obiettivo della massimizzazione dello *shareholder value* induce alla ricerca del più basso costo di produzione e si traduce nella delocalizzazione delle filiere produttive verso paesi con norme a tutela dell'ambiente, dei diritti umani, dei lavoratori poco efficaci o addirittura inesistenti.

Per quanto riguarda, invece, le cause del *favor* delle imprese per le decisioni di breve termine, esse sono individuate dallo studio [39]:

a) nell'assenza di una definizione precisa dei doveri degli amministratori ed in particolare nell'irrisolta questione se agli amministratori sia consentito o

[38] Consultabile al sito www.op.europa.eu.

[39] Nel *technical advice* di ESMA to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II – in cui l'Autorità invita le imprese ad equiparare i rischi di sostenibilità agli altri rischi quali il *credit risk*, il *market risk* ed il *liquidity risk*, suggerendo appunto di integrare «sustainability risks within their risk management systems and procedures» – si legge che le cause della predominanza dello short-termism sono: «a) the shortage of relevant data from issuers with company disclosures focusing on the short term and b) the lack of demand from the buy-side as investors tend to trade their assets with short-term horizons».

meno il perseguimento di interessi diversi da quelli degli azionisti; o quanto meno il contemperamento di esigenze distinte che siano interne ed esterne alla compagine sociale;

b) nella pressione degli investitori;

c) nella mancata puntale definizione degli obiettivi strategici di sostenibilità che gli amministratori dovrebbero raggiungere;

d) nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori: ove i compensi siano basati sul valore delle azioni, ne risulta esasperata la concentrazione sulla massimizzazione del valore delle azioni;

e) ed infine, nella composizione dei consigli che non prevede la presenza di *skills* specifiche in materia di sostenibilità, con la conseguenza che spesso non si hanno le giuste competenze in materia.

Lo studio fornisce poi delle indicazioni su come verificare se una società stia investendo in politiche di sostenibilità, finalizzate alla creazione di valore nel lungo termine non solo per l'impresa, ma anche per la comunità intera: viene suggerito di guardare ai *pay-outs*, cioè all'evoluzione dell'ammontare dei fondi netti utilizzati per distribuire i dividendi agli azionisti o per acquistare le proprie azioni rispetto a quelli utilizzati per la creazione di valore per l'intero ciclo di vita dell'impresa (investimenti in infrastrutture, formazione dei lavoratori, ricerca e sviluppo …). I *pay-outs* sarebbero indice di un approccio di *downsize-and-distribute*, invece che di *retain-and-reinvest.* Solo quest'ultimo approccio, secondo l'orientamento adottato dalla Commissione, consentirebbe un'apertura dell'impresa verso politiche di sostenibilità [40].

Lo studio ha ricevuto centinaia di commenti [41] da parte di autorità, organizzazioni e gruppi multinazionali [42] che quasi univocamente richiedono maggio-

[40] In relazione a quest'ultimo punto, è stato notato che l'analisi dei *pay-outs* sia in realtà fuorviante in quanto «gross payouts are misleading measures whether companies retain the ability to invest in long-term projects, as companies are also raising new capital. It's the net number that counts»: v. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, J.M. RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's "Study on directors' duties and sustainable corporate governance". Response to the European Commission's call for feedback on its Sustainable Corporate Governance initiative*, consultabile al sito ec.europa.eu.

[41] La lista, in constante aggiornamento, è reperibile al sito: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/feedback?p_id=8270916.

[42] Il gruppo H&M, per esempio, richiede di riconoscere «the different actors' roles along the value chain, including governments, and clearly define roles and accountabilities accordingly; provide legal certainty for businesses through a common language and definitions; apply a practical approach».

re incisività e chiarezza [43]. A critiche contenutistiche – principalmente in relazione all'assenza di prove rigorose e all'insufficienza di dati empirici [44] – si sono affiancate critiche metodologiche. Alcuni Autori [45] hanno invero sostenuto che lo studio sovrappone erroneamente concetti affini, ma distinti, quali quello di *short-termism*, quello delle esternalità negative e le questioni distributive: mentre il primo riguarda il *focus* per risultati di breve termine a discapito dell'efficienza di lungo periodo, le esternalità negative sono i costi sopportati da soggetti diversi da chi assume le decisioni e, infine, i problemi distributivi nascono, anche in assenza di esternalità negative, quando sussistono asimmetrie distributive.

È stato inoltre sostenuto [46] che non sia possibile trattare lo *short-termism* – la cui relazione con gli obiettivi di sostenibilità non sembra d'altra parte particolarmente approfondita [47] – alla stregua di un fallimento di mercato e ciò per

[43] Si veda, ad esempio, il commento del World Fair Trade Organization Europe (WFTO-Europe), che richiede un intervento più incisivo della Commissione «to address sustainability issues, among them in-work poverty and human rights violations directly linked to the purchasing practices of companies».

[44] *EuropeanIssuers* e ASSONIME hanno inviato una lettera al Commissario Europeo per la giustizia, esprimendo forti perplessità sul report, sottolineando come esso presenti notevoli lacune sotto il profilo metodologico, si basi su affermazioni erronee, non supportate da prove rigorose e ignori del tutto ricerche accademiche condotte sugli stessi temi. Forti critiche provengono anche da molti studiosi. Alex Edmans ha ritenuto lo studio privo di una forte base probatoria (v. A. EDMANS, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance*, consultabile sul sito della Commissione europea). E allo stesso modo, alcuni accademici di Harvard [v. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, (nt. 39)] hanno rilevato che «The Report conflates elementary analytical categories, relies on inapposite data, and generally does not represent the state-of-the-art of research on corporate governance. As a result, its policy recommendations are ill-considered: their costs and benefits are not properly analyzed, and many of them could backfire». Un *feedback* non del tutto positivo è stato parimenti fornito da accademici dell'Università di Amburgo (nel commento che hanno inviato alla Commissione si legge invero che: «the Initiative is based on a study by consultancy firm EY that does not take the basic academic norms of empirical research into account»: A. BASSEN, K. LOPATTA, W.G. RINGE, *Sustainable Corporate Governance Initiative of the Directorate-General for Justice and Consumers. Feedback Statement*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615), dal *Research Group Companies, markets and Sustainability*, dell'Università degli Studi di Oslo e dalla Copenhagen Business School.

[45] V. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, (nt. 40).

[46] V. F. DENOZZA, (nt. 31), 468.

[47] Come notato dal commento della *European Company Law Experts (ECLE)*, https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/publications/european-commission-study-on-directors-duties-and-sustainable-corporate-governance/.

due ordini di ragioni: la prima riguarda il fatto che i problemi di cui si discute non sono causati da un'assenza di mercato, quanto dal rischio che gli intermediari, attratti da risultati di breve termine, concordino tra loro le modalità di intervento nella gestione delle imprese in cui hanno investito; la seconda è che la sostenibilità è un obiettivo non di tipo procedurale, ma contenutistico, peraltro raggiungibile in modo eterogeneo.

4. *Le ragioni di una critica.*

Nonostante il tentativo diffuso di abbandonare le dichiarazioni di principio sullo scopo della società e sui doveri degli amministratori e di privilegiare invece soluzioni normative concrete [48], non sembra che l'esigenza di individuare con accuratezza i confini dei concetti di *long-termism* e *short-termism* – come visto così presenti nella ricerca di strategie di sostenibilità – sia particolarmente sentita [49], con la conseguenza primaria che le imprese hanno un'ampia discrezionalità nell'assunzione di *performance* di sostenibilità [50].

Un unico tentativo definitorio della prospettiva di lungo termine è forse quello del Technical Advise to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II di ESMA, in cui si riporta che i destinatari del questionario proposto, interrogati sul significato di breve e lungo termine, hanno individuato il breve termine in un orizzonte temporale inferiore ai 6 anni e il lungo termine in un orizzonte temporale oltre i 6 anni. È però dubbio che quella fornita possa essere una definizione universale dell'orizzonte temporale da tenere in considerazione nell'elaborazione di ogni politica sostenibile.

In linea di principio, le decisioni di breve termine vengono ricondotte dagli studiosi al (piuttosto generico) obiettivo della massimizzazione dello *share-*

[48] V. M. Libertini, (nt. 3), 628.

[49] V. F. Denozza, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del Convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, Giuffrè, 2010, 9 ss.

[50] Al fine di verificare se un'impresa stia o meno creando valore è imprescindibile l'analisi di termini temporali. Come sostenuto da alcuni economisti «La stessa idea di "creazione di valore" che è diventata lo slogan magico di chi governa l'impresa, è una nozione ambigua se non si precisa l'arco temporale nel quale tale creazione deve avvenire. Se la misura dipende dal giudizio di mercato e se questo ha lo sguardo corto e cambia giudizio ogni giorno, sarà corto anche il significato che si dà all'espressione "creazione di valore" e addirittura sarà corta, riduttiva e fondamentalmente distorta la nozione stessa di cos'è un'impresa sana»: T. Padoa Schioppa, *La veduta corta: conversazione con Beda Romano sul grande crollo della finanza*, Bologna, Il Mulino, 2009, 70.

holder value [51], mentre le seconde, cioè le decisioni assunte in ottica di lungo termine, dovrebbero invece presupporre una visione d'insieme del valore dell'impresa che tenga conto anche di fattori di sostenibilità [52].

In altre parole, una decisione con effetti nel breve termine sarebbe frutto di una scelta volta a valorizzare maggiormente risultati economici immediati a discapito della creazione di valore durevole e in pregiudizio della sostenibilità dell'impresa, mentre "lungo termine" sembrerebbe un concetto aperto che richiede uno sforzo interpretativo più attento e che spesso viene arricchito di una componente etica molto forte.

In realtà, neppure per chi ritiene che l'unico obiettivo degli amministratori sia quello della massimizzazione dello *shareholder value* [53], potendo richiedersi alle imprese di adottare strategie di sostenibilità solo se funzionali a tale obiettivo, la distinzione tra breve e lungo termine è particolarmente chiara: quando si indaga lo scopo della gestione finanziaria [54], che si sostanzia nell'aggiungere valore per gli azionisti, non si comprende infatti se si debba fare riferimento ai profitti di breve termine o di lungo termine [55]. Per esempio, se invece di investire gli utili in lavori di manutenzione gli stessi si distribuiscono, i profitti di breve termine si accrescono, ma a discapito di quelli di lungo termine.

Se è vero, da una parte, che le conseguenze di politiche poco ponderate di assunzione di rischi sono ben note a tutti [56], dall'altra, ciò che spesso sembra sottovalutato è che perseguire obiettivi ed interessi di lungo termine (e dunque futuri) comporta necessariamente il sacrificio degli obiettivi e degli interessi di

---

[51] Sul tema v. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.

[52] Una nota definizione dello *short-termism* è quella di A.G. HALDANE, (nt. 12), 66: «short-termism is generally taken to refer to the tendency of agents in the financial intermediation chain to weight too heavily near-term outcomes at the expense of longer-term opportunities». Si v. anche E. VEASEY, L. BEBCHUK, J. MACEY, R. MILLER, *Corporations: The Short-Termism Debate*, in *Mississippi L. J.*, 2016, 697 ss.

[53] Cfr. R. COSTI, *La responsabilità sociale d'impresa e il diritto azionario italiano*, in *La responsabilità sociale d'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 83 ss. e V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *Interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, (nt. 48), 189 ss.

[54] Lo scopo della gestione finanziaria è definito quale massimizzazione del valore corrente per azione del capitale emesso: v. S. ROSS, R. WESTERFIELD, B. JORDAN, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, McGraw Hill Education, 2010, 2 ss.

[55] V. G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 462 ss.

[56] Sul tema la dottrina è molto vasta. Per una puntuale analisi delle conseguenze dello *short-termism* sul mercato e sull'investimento v. A.G. HALDANE, (nt. 12), 66 ss.

oggi: il lungo termine ha costi esattamente come il breve termine [57]. Come notava Keynes, infatti, «But this *long run* is a misleading guide to current affairs. *In the long run* we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again» [58].

Il punto sarebbe allora non tanto quello di indirizzare a priori le scelte degli amministratori verso il breve o il lungo termine, ma quello di proporre una ripartizione virtuosa dei sacrifici [59], di oggi e di domani, senz'altro scoraggiando l'assunzione di rischi eccessivi.

Neppure è scontato, del resto, che la massimizzazione del valore delle azioni sia garantita da scelte di breve termine: un recente studio [60], condotto sulla base di indagini empiriche – che in realtà non riguarda specificamente il tema della sostenibilità – ha dimostrato che i *managers* che perseguono obiettivi di breve termine lo fanno perché hanno a che fare con investitori di breve termine, più attenti ai guadagni di breve periodo che ad altre forme di valore – e per questo definiti "transient" perché «they come and go» [61] – mentre esistono investitori con un orizzonte temporale più ampio non vincolati ai risultati di breve termine (questi investitori vengono invece definiti «dedicated, patient, investors») [62].

A ciò si aggiunga, come pure notato [63], il profondo mutamento che ha riguardato il mercato finanziario contemporaneo, non più costituito da un indefinito insieme di singoli azionisti *retail*, ma da investitori istituzionali che, oltre ad avere (come, del resto, i primi) orizzonti temporali dell'investimento non necessariamente coincidenti, possono avere divergenti esigenze in relazione alle modalità di produzione dei profitti [64]. Inoltre, trovandosi in competizione tra loro, sono inevitabilmente vincolati al rispetto delle regole del mercato nonché alla miglior cura degli interessi dei propri clienti-risparmiatori i

[57] V. F. Denozza, (nt. 31), 466.

[58] V. J.M. Keynes, *A tract on monetary reform*, Londra, MacMillan & Co, 1924, 80.

[59] V. F. Denozza, (nt. 31), 469.

[60] Cfr. M. Roe, *Corporate Short-Termism– in the boardroom and in the Courtroom*, in *The Bus. Lawyer*, 2013, vol. 68, 978 ss.

[61] V. M. Roe, (nt. 59), 982.

[62] *Ibidem* e cfr. anche D. Millon, *Shareholder Social Responsibility*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2013, 911 ss.

[63] Cfr. F. Denozza, A. Stabilini, *Principals vs Principals: The Twilight of the 'Agency Theory'*, in *The Italian L. J.*, 2, 2017, 511 ss. e F. Denozza, (nt. 31), 461.

[64] V. F. Denozza, A. Stabilini, (nt. 62), 515.

cui soldi hanno investito e pertanto non sono del tutto liberi di scegliere l'orizzonte del proprio investimento [65].

Tornando all'esigenza di sostenere e promuovere politiche sostenibili, il riferimento alla distinzione tra breve e lungo termine risulta ancora meno comprensibile, in quanto le decisioni inerenti le relazioni tra l'impresa e i suoi *stakeholders* (definite dalla dottrina aziendalistica "decisioni strategiche" [66]) sarebbero *di per sé* decisioni di lungo termine; così come lo sono le politiche di sostenibilità i cui risultati non sono che valutabili nel tempo [67].

Non è chiaro poi se il rapporto tra sostenibilità e prospettiva temporale debba essere oggetto di attenzione dell'organo amministrativo o dei soci. Alcuni studiosi [68], infatti, ritengono che siano i soci a dover abbandonare l'esigenza di ottenere risultati economici di breve termine (tant'è che si è parlato di "shareholder social responsibility" [69]). In tal senso, la "miopia" che, nell'affrontare i temi di cui si tratta viene tradizionalmente attribuita agli amministratori [70], riguarderebbe piuttosto l'assemblea dei soci, che decide sulla distribuzione degli utili.

Sarebbe allora necessario studiare il meccanismo che orienta i comportamenti e le preferenze degli investitori [71], in particolare degli investitori istituzionali, verificando se sia effettivamente ipotizzabile un loro interesse a che le imprese in cui investono si comportino in modo sostenibile e (quanto meno) corretto nei confronti di portatori di interessi diversi dai propri [72].

Quanto al ruolo degli amministratori, cui compete l'assunzione concreta di

---

[65] V. F. DENOZZA, (nt. 31), 477.

[66] V. F. GIUNTA, *Economia aziendale*, Padova, Cedam, 2018, 82-83.

[67] È stato peraltro notato che «mancano (…) dati empirici che dimostrino attendibilmente l'esistenza di un collegamento positivo tra osservanza di precetti socialmente responsabili e prezzo di borsa delle azioni»: cfr. M. MAUGERI, «*Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)*, in questa *Rivista*, 2019, 643.

[68] V. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla responsabilità sociale*, in *Riv. soc.*, 2018, 1 ss.

[69] Si veda D. MILLON, (nt. 61), 911 ss.

[70] Cfr. B. BUSHEE, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, in *The Accounting Review*, 1998, 305 ss.; L. MEULBROEK, *Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test*, in *J. Pol. Econ.*, 1990, 1108 ss. A. EDMANS, *Equity Vesting and Managerial Myopia*, in *Eur. Corp. Governance Inst. Fin. Working Paper*, n. 379/2013, 2013.

[71] Cfr. F. DENOZZA, (nt. 31), 477, M. MAUGERI, (nt. 25), 416 ss. e S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di* stewardship, in *Quaderno giuridico Consob*, 19, 2019, 6 ss.

[72] V. F. DENOZZA, (nt. 31), 477.

strategie di sostenibilità, il dibattito degli ultimi anni si è incentrato sulla possibilità che essi tengano conto, nell'esecuzione del loro mandato, di interessi diversi da quello dei soci. Tuttavia, il passaggio da ciò che è stato definito "capitalismo manageriale" al contemporaneo "capitalismo degli intermediari" [73] – in cui, come accennato, gli attori non sono più piccoli azionisti risparmiatori, ma grandi intermediari istituzionalizzati – è risultato in un'articolazione di posizioni, interessi ed esigenze che richiederebbe una rivalutazione dei postulati tradizionali della *shareholder primacy*, in quanto il mercato non sembra più idoneo a risolvere gli *agency problems* che scaturiscono tra i soggetti coinvolti nell'attività sociale e che sono di fatto presenti in tutte le realtà dinamiche [74].

Ciò che forse appare pacifico è che gli amministratori siano tenuti a valutare le conseguenze delle proprie decisioni in un orizzonte temporale pianificato che sia pluriennale, non facendosi condizionare dal raggiungimento di un risultato immediato che potrebbe compromettere la redditività dell'impresa nel lungo termine [75]. Sembra però difficile sostenere che la semplice assunzione di una prospettiva di lungo termine determini l'automatico allineamento degli interessi di *shareholders* e *stakeholders* [76].

5. *Questioni irrisolte e proposte di intervento.*

Ove si ritenga che la ricerca di strategie di sostenibilità non possa che passare attraverso regole di indirizzo dell'operato degli amministratori, sarebbe forse più urgente una risposta specifica al quesito – come peraltro ha evidenziato il summenzionato studio *on directors' duties and on sustainable corporate governance* – circa la legittimazione degli amministratori al perseguimento di politiche di sostenibilità, anche quando esse non si traducono in un vantaggio economico per i soci o addirittura ne determinano una riduzione [77], posto il dato della necessità di conservazione dell'impresa nel lungo termine.

---

[73] V. F. Denozza, (nt. 31), 463.

[74] Cfr. F. Denozza, A. Stabilini, (nt. 62), 512-513.

[75] Cfr. V. Calandra Buonaura, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 526 ss.

[76] V. F. Denozza, (nt. 48), 9 ss.

[77] Cfr. M. Maugeri, (nt. 18), 992 ss. E ciò anche attraverso il passaggio «da una fase in cui il principale problema è presentato come quello di cercare di far sì che gli interessi degli stakeholders siano in qualche modo portati a conoscenza dei managers in modo da attirare la loro attenzione e auspicabilmente la loro cura (…) ad una concezione dove invece ci si preoccupa

Se invece si sostiene che i risultati di sostenibilità si possano raggiungere solo attraverso una rivalutazione del ruolo dei soci, troppo attratti dai rendimenti finanziari immediati [78], gli interventi del legislatore dovrebbero essere più incisivi e non di mero indirizzo. Non sembra verosimile che l'auspicata transizione dalla figura dell'investitore "ragionevole" [79] a quella dell'investitore "sensibile", nel senso di socialmente responsabile, possa avvenire senza sistemi di *enforcement*.

Si potrebbe inoltre auspicare una modifica dell'assetto organizzativo (e patrimoniale) delle società, tramite la previsione di rappresentanze degli *stakeholders*, in constante dialogo con gli organi sociali. Potrebbero riconoscersi diritti di nomina, ad esempio, ai lavoratori, o attribuire diritti di informazione o di veto sulle politiche che più incidono sugli interessi degli *stakeholders*. E, a tali fini, parrebbe utile che la società definisca a monte quali siano gli interessi diversi dai soci di cui tener conto nella gestione.

Inoltre, bisognerebbe precisare che il riferimento alla sostenibilità di lungo termine non possa in alcun modo giustificare comportamenti immediati – quindi di breve termine – che invece siano non sostenibili o nocivi per ambiente, lavoratori, per la comunità tutta, seppur giustificati nell'ottica di massimizzazione dello *shareholder value*. Se l'impegno sostenibile si richiede solo nel lungo termine, possono assumersi decisioni che nel breve termine non lo siano [80]?

Risulta poi necessario, come suggerito dalla maggior parte dei commenti allo studio del luglio 2020, un tentativo di riempimento del contenuto del concetto di sostenibilità, individuando concretamente gli obiettivi da raggiungere – come, ad esempio, l'Unione Europea ha provato a fare per le emissioni industriali [81] – prevedendo conseguenze più severe nel caso in cui vengano di-

---

di dare ai titolari degli interessi protetti gli strumenti perché possano essi stessi intervenire, e in tal modo condizionare il comportamento dei gestori, senza aspettare che questi ultimi decidano quali interessi di quali stakeholder meritano di essere presi in considerazione»: v. F. DENOZZA, *Lo scopo della società dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 625.

[78] V. F. DENOZZA, (nt. 31), 476-477.

[79] Cfr. l'art. 7, par. 4, del Reg. UE, 16 aprile 2014, n. 596 (Regolamento sugli abusi di mercato).

[80] Secondo attenta dottrina invero la distinzione tra breve e lungo termine sarebbe priva di significato operativo utile, in quanto «è (…) possibile immaginare una gestione contraria a qualsiasi principio etico ma capace di incrementare il valore di mercato delle azioni»: v. M. MAUGERI, (nt. 3), 611.

[81] Sulle emissioni industriali si ricordano la prima direttiva 2003/87/CE che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità (e che modifica la direttiva 96/61/CE del Consiglio) – poi modificata dalle direttiva 2004/101/CE, direttiva 2008/101/CE, direttiva 2009/29/CE e dal Reg. CE 219/2009 – la direttiva 2010/75/UE relativa

sattesi e anche in questo caso abbandonando la tecnica del "*comply or explain*".

Alla luce di ciò, dovrebbe forse cessare il largo accanimento contro lo *short-termism* – come visto, spesso individuato quale generica causa di problemi presenti e futuri [82] – allo stesso tempo rinunciando alla pretesa che il richiamo al *long-termism*, in relazione agli obiettivi di sostenibilità, sia una formula magica che consenta di allineare automaticamente le aspettative di soci e *stakeholders* in ogni tempo [83]; e tornarsi piuttosto a distinguere le scelte gestorie in scelte sostenibili e non sostenibili, orientando i comportamenti delle imprese tramite indicazioni concrete su come perseguire obiettivi di sostenibilità.

alle emissioni industriali per la prevenzione e riduzione integrate dell'inquinamento e la direttiva 2015/2193/UE relativa alla limitazione delle emissioni nell'atmosfera di taluni inquinanti originati da impianti di combustione medi.

[82] E persino, come pure notato, la causa ultima di «tutti i mali possibili dell'attuale capitalism»: v. M. LIBERTINI, (nt. 3), 634. Si v. anche A. EDMANS, (nt. 69), che sostiene: «While short-termism is indeed a problem, not every aspect of the economy is short-termism, and short-termism is not the cause of every problem in society. An accurate diagnosis of the problem is critical in order to guide the appropriate treatment, rather than labelling everything as short-termism and interfering with parts of the economy that are generally well-functioning».

[83] V. F. DENOZZA, (nt. 48), 9 ss.

La nozione di controllo societario nel Codice Antimafia

The notion of corporate control in the Anti-Mafia Code

Andrea Palazzolo [*]

ABSTRACT:

Il richiamo che l'art. 41 del Codice Antimafia opera alle «maggioranze previste dall'articolo 2359 del codice civile», quale presupposto del possibile subentro dell'amministratore giudiziario, di concerto con il tribunale e con il giudice delegato, nella gestione della società attinta dalla misura di sequestro, pone l'esigenza di determinare gli esatti termini del rinvio della normativa speciale alla disciplina civilistica in materia di controllo e di attività di direzione e coordinamento e le sue conseguenze.

Dal confronto sistematico e teleologico delle discipline emerge che il controllo contemplato dal Codice Antimafia è un controllo "da partecipazione", che in *re ipsa* (art. 2359, primo comma, n. 1) o corroborato da ulteriori circostanze di fatto o di diritto (art. 2359, primo comma, n. 2), deve consentire al suo titolare il potere di nomina e di revoca dell'organo gestorio, in maniera rispondente alle finalità della misura di prevenzione. Risulta quindi confermata, anche nell'ambito della disciplina speciale del Codice Antimafia, la valenza definitoria della "regola del controllo" di cui all'art. 2359 c.c.: il rinvio dell'art. 41 c.a.m. serve unicamente ad indicare la consistenza che la partecipazione sequestrata deve avere al fine di consentire alla procedura di subentrare nel governo della società, senza che ne derivino ulteriori conseguenze riguardo all'applicazione della disciplina codicistica nei rapporti tra procedura controllante e società controllata.

Parole chiave: sequestro di prevenzione – partecipazione di controllo – attività di direzione e coordinamento

The reference made by art. 41 of the Anti-mafia Code to the «majorities provided for by Article 2359 of the Civil Code», as a prerequisite for the judicial administrator, along with the Tribunal and the judge for the procedure, to takeover the management of the seized company, poses the need to determine the coordination and the possible overlapping between the special legislation and the civil code rules on controlling interest and on group

[*] Professore a contratto di diritto societario dell'Università degli Studi di Roma "LUISS Guido Carli"; e-mail: apalazzolo@luiss.it.

of companies. The systematic and teleological comparison of the disciplines reveals that the Anti-mafia code provides for a notion of control arising from "controlling stakes" which, de jure or de facto, must allow its holder to appoint and dismiss the management, aiming to realize the purpose of the preventive measure. Therefore, it is confirmed, also in the context of the special discipline of the Anti-mafia Code, the defining value of the "control rule" referred to in art. 2359 of the Italian Civil Code: the reference made by art. 41 of the Anti-mafia Code is only used to identify the size of the seized stake in order to allow the procedure to take over the management of the company, without any further consequences as regards the application of the civil code rules to the relationship between the procedure and the seized, controlled company.

***Keywords**: preventive seizure – controlling stake – group of companies*

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Il sequestro di quote "maggioritario" o "tombale" quale presupposto della nozione di controllo del c.a.m. I limiti oggettivi e soggettivi dell'applicazione della nozione di controllo codicistica. – 3. Il controllo di fatto *ex* art. 2359 n. 2. Il rilievo della nozione rispetto alla disciplina del Codice Antimafia. Il rilievo sostanziale del concetto di influenza dominante. – 4. Il controllo contrattuale *ex* art. 2359 n. 3 e le possibili interferenze esterne. – 5. La rilevanza della nozione di collegamento societario: il concetto di influenza notevole e le conseguenze sulla gestione della società. – 6. L'ipotesi di sequestro di partecipazioni di società soggette ad una nozione di controllo derivante dalla legislazione speciale. – 7. L'ampliamento della nozione di controllo: il controllo derivante dalle misure di prevenzione. – 8. Conclusioni.

1. *Premessa.*

La nozione di controllo ha assunto nel tempo un rilievo assai ampio, ben oltre le prescrizioni originariamente contemplate a livello codicistico e relative alla disciplina delle partecipazioni incrociate, ponendosi quale paradigma dell'esistenza di fenomeni di coordinamento ed eterodirezione [1]. Il rapporto di

[1] Sulla distinta autonomia delle singole imprese del gruppo, in generale, App. Roma, 6 novembre 2008: «In materia societaria, il collegamento economico-funzionale tra imprese gestite da società di un medesimo gruppo non comporta il venir meno dell'autonomia delle singole società, ciascuna delle quali è dotata di personalità giuridica distinta ed è esclusiva titolare dei rapporti distintamente istaurati. Tale collegamento, pertanto, non è di per sé solo sufficiente a far ritenere esistente un unico centro di imputazione, sì da consentire ai terzi di agire indifferentemente nei confronti di una qualsiasi delle società del gruppo». In materia di diritto del lavoro, Cass. civ., Sez. lav., 9 gennaio 2019, n. 267: «Il collegamento economico-funzionale tra imprese di un medesimo gruppo non comporta il venir meno dell'autonomia delle singole società dotate di personalità giuridica distinta e non determina "ex se" l'estensione degli obblighi

controllo tra società ne lascia presumere l'esistenza, senza tuttavia risolversi in essa, essendo necessario che le singole società siano gestite in modo coordinato al fine di perseguire un unico disegno imprenditoriale [2]. Al contrario una *holding* può detenere partecipazioni di controllo per scopi di natura esclusivamente finanziaria, senza ingerirsi nella gestione delle società controllate [3]. La frizione tra la complessità del fenomeno economico e la capacità del diritto di qualificarlo in termini giuridici ha dato luogo ad innumerevoli discipline settoriali [4], per individuare "il tipo" di controllo considerato di volta in volta rilevante, principalmente mediante rinvio parziale all'art. 2359 c.c., discostando-

---

inerenti al rapporto di lavoro con una di esse alle altre dello stesso gruppo»; Trib. Genova, 17 febbraio 2009: «Perché due o più società facenti parte di un gruppo o aventi la stessa compagine sociale, pur essendo autonomamente dotate di personalità giuridica distinta, possano invece ritenersi un'unica entità organizzativa e quindi unico centro di imputazione di rapporti giuridici, occorre una simulazione o una preordinazione in frode alla legge del frazionamento di un'unica attività fra vari soggetti, da accertarsi attraverso un giudizio di merito, incensurabile in sede di legittimità se sorretto da adeguata motivazione, delle attività delle singole imprese». In materia fallimentare Trib. Roma, 2 gennaio 2015: «In materia societaria, l'esistenza di un gruppo non determina il venir meno dell'autonomia giuridica ed economica delle singole società che lo compongono, per cui è possibile che l'una sia insolvente mentre l'altra prosegue normalmente l'attività sociale», cfr. Trib. Roma, 5 gennaio 2015; Cass. civ., Sez. I, 19 maggio 2011, n. 11059; Cass. civ., Sez. I, 21 aprile 2011, n. 9260.

[2] L'attività di direzione e coordinamento è una situazione di fatto. In tal senso: A. VALZER, *Commento all'art. 2497*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Milano, Giuffrè, 2016, 3008 ss.; A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum *G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, 3, Torino, Utet, 2007, 834; G. SCOGNAMIGLIO, *Commento all'art. 2497,* in *Commentario del codice civile*, *Delle società, Dell'azienda, Della concorrenza*, diretto da E. Gabrielli, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1096 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Motivazioni delle decisioni e governo del gruppo*, in *Riv. dir. civ*., 2009, VI, 757 ss. È ritenuta necessaria una attività sistematica e continua, quindi, non appaiono sufficienti sporadiche direttive: così F. GALGANO, G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società. Art. 2497-2497 septies* in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, Zanichelli, 2014, 108, ma una costante pluralità di atti di indirizzo che incidono sulla conduzione degli affari sociali, in tal senso P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, I, 317; D. SCARPA, *Controllo societario nel fenomeno dei gruppi tra contrattualismo e interesse sociale*, in *Contr. impr*., 2011, 656; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010, 25.

[3] Tale distinzione risale ai primi studi del fenomeno del gruppo cfr. G. FRÈ, *Società per azioni* in *Commentario* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1956.

[4] A titolo esemplificativo e non esaustivo si pensi all'art. 7 della l. n. 287/1990 in materia antitrust; all'art. 93 del T.U.F.; all'art. 23 del T.U.B.; all'art. 2 del T.U.S.P.P.; all'art. 26 del d. lgs. n. 127/1991 in materia di bilancio consolidato.

visi per l'ambito soggettivo di applicazione ovvero aggiungendovi presunzioni di natura casistica.

In quest'ottica, è interessante indagare il fenomeno del controllo e del gruppo nel particolare contesto rappresentato dalle società attinte da misure di prevenzione ai sensi del Codice Antimafia (più avanti anche "c.a.m."), di cui al d. lgs. 6 settembre 2011, n. 159. A tal fine è necessario individuare i tratti caratterizzanti della disciplina delle misure di prevenzione e le modalità con cui si attua il "controllo" sulla società da parte di soggetti estranei alla stessa, anche quale possibile presupposto della configurazione di un gruppo societario, nonché in relazione alle specifiche forme di coordinamento previste per la gestione di più imprese soggette a misure di prevenzione.

Svolta questa analisi occorrerà poi comprendere quali conseguenze in termini di disciplina applicabile comporta l'identificazione del fenomeno del controllo e del gruppo in un settore che si contraddistingue per la peculiarità di non rappresentare uno specifico ambito dell'economia (es. banca o finanza), ponendosi piuttosto l'obiettivo di disciplinare l'impresa, già "frutto o reimpiego dei capitali illeciti" ai fini di una sua riconversione all'economia legale. In altri termini il legislatore non assume quale premessa della regolamentazione la specificità del settore, quanto il fatto che l'impresa ha una derivazione illecita e rende quest'ultima oggetto di regolamentazione per precipue finalità di interesse pubblico, consistenti nel suo processo di riconversione all'economia legale [5].

2. *Il sequestro di quote "maggioritario" o "tombale" quale presupposto della nozione di controllo del c.a.m. I limiti oggettivi e soggettivi dell'applicazione della nozione di controllo codicistica.*

L'azienda nel suo complesso o le singole partecipazioni sociali – minoritarie, di controllo o totalitarie – possono essere soggette a misure di prevenzione patrimoniale tradizionali quali il sequestro (art. 20), preordinato alla successiva misura della confisca (art. 24) [6] o a quella dell'amministrazione giudiziaria

[5] Sul punto sia consentito il rinvio ad A. PALAZZOLO, *L'impresa in amministrazione giudiziaria tra Stato e mercato, Disciplina settoriale e diritto comune*, Torino, Giappichelli, 2020, 1 ss.

[6] Nel sistema delineato dal Codice Antimafia l'amministrazione dei beni colpiti da tali misure può dividersi due fasi. La prima va dal decreto di sequestro fino alla confisca di secondo grado, durante cui l'amministrazione spetta all'autorità giudiziaria, nella figura del Tribunale, del giudice delegato e dell'amministratore giudiziario. La confisca di primo grado, pronunciata all'esito di un contraddittorio assicura al sequestro maggiore stabilità; da quest'ultima alla con-

dei beni connessi ad attività economiche (art. 34). Le finalità sono visibilmente diverse e più ampie rispetto a quelle delle misure di natura strettamente patrimoniale e tendono a rimuovere le condizioni di operatività illecita dell'impresa, sottraendone la gestione agli amministratori. I poteri dell'amministratore giudiziario si distinguono a seconda che la nomina intervenga nell'ambito di un procedimento *ex* art. 20 o art. 24 del c.a.m., assumendo egli in prima battuta la custodia della partecipazione ed in via mediata la gestione dell'impresa, rispetto all'ipotesi disciplinata dall'art. 34, dove i poteri di gestione vengono esercitati in via diretta. Quando viene disposto il sequestro di partecipazioni sociali totalitarie il Giudice, a mente dell'art. 20 c.a.m., ordina anche quello dei relativi beni costituiti in azienda ai sensi degli artt. 2555 c.c. ss. Il sequestro avente ad oggetto partecipazioni sociali totalitarie, quindi, si estende "*di diritto*" all'azienda (c.d. sequestro tombale), determinando a scapito degli organi sociali l'automatico spossessamento dell'azienda medesima, alla stregua della dichiarazione di fallimento [7].

Il controllo societario assume rilievo nell'ambito della disciplina del Codice Antimafia ove si verifichino le fattispecie del sequestro di quote "maggioritario" e "tombale", delineate mediante un rinvio alla disciplina civilistica. L'art. 41 c.a.m. al comma 1-*ter* prevede che se il sequestro ha ad oggetto «partecipazioni societarie che assicurino le maggioranze previste dall'articolo 2359 del codice civile», il tribunale può disporre la revoca dell'amministratore della società, che può essere nominato nella persona dell'amministratore giudiziario, mentre se l'amministratore giudiziario non assume la qualifica di amministra-

---

fisca di secondo grado la gestione è collaudata e maggiori sono le probabilità che il procedimento sfoci in una confisca definitiva, perciò la programmazione circa la destinazione può essere accelerata ed è possibile un affidamento provvisorio sotto l'impulso dell'Agenzia Nazionale dei beni sequestrati e confiscati (ANBSC). A partire dalla confisca di secondo grado avviene il subentro nell'amministrazione da parte dell'ANBSC, che gestisce direttamente i beni in vista di una loro futura destinazione.

[7] Nel vigore della l. 31 maggio 1965, n. 575 non era prevista l'estensione di "diritto" della misura patrimoniale sulle azioni o quote anche al "patrimonio aziendale". Si tratta di un principio elaborato in giurisprudenza e recepito nel Codice Antimafia. Si veda Cass. pen., sez. V, 8 marzo 2019, n. 32017 «In tema di misure di prevenzione patrimoniali, la confisca disposta ai sensi dell'art. 2-*ter* l. 31 maggio 1965, n. 575, di una impresa costituita in forma societaria che abbia stabilmente operato avvalendosi della forza di intimidazione di un'associazione mafiosa o, comunque, in cointeressenza con essa, si estende a tutto il patrimonio aziendale e a tutto il capitale sociale (ivi comprese le quote sociali intestate a terzi), nonostante l'origine lecita dei fondi impiegati per la sottoscrizione delle quote, laddove sia accertata la disponibilità sostanziale della impresa da parte del proposto o l'attività economica risulti condotta, sin dall'inizio, con mezzi illeciti». Cfr. Cass. pen., sez. III, 7 novembre 2007, n. 6444; Cass. pen., sez. II, 11 febbraio 2015, n. 9774; Cass. pen., sez. V, 23 gennaio 2014, n. 16311.

tore della società, il tribunale interviene determinando «le modalità di controllo e di esercizio dei poteri» da parte sua. Al successivo comma 1-*septies* l'art. 41 stabilisce che, se il sequestro riguarda partecipazioni societarie che non assicurano le maggioranze previste dall'art. 2359 del codice civile, «il tribunale impartisce le opportune direttive all'amministratore giudiziario».

Occorre dunque distinguere tra l'ipotesi del c.d. sequestro di minoranza, dove all'amministratore giudiziario sono rimessi essenzialmente compiti di custodia, rispetto a quello di maggioranza (*rectius* "di controllo"), nell'ambito di cui ha possibilità di esplicarsi una gestione improntata a finalità istituzionali. La nomina del nuovo organo amministrativo deve avvenire nel rispetto dei meccanismi ordinari; tuttavia la formale adesione alla disciplina comune determina in ogni caso l'attribuzione del potere di conduzione dell'impresa ad un soggetto esterno alla società, che lo esercita di concerto con il tribunale e il giudice delegato in funzione non già unicamente consultiva o di supporto, bensì propriamente amministrativa.

Ciò premesso, il riferimento operato dall'art. 41 c.a.m. all'art. 2359 c.c. pone l'esigenza di determinare gli esatti termini del rinvio e le sue conseguenze.

Anzitutto il riferimento sembra parziale, in quanto letteralmente limitato alle ipotesi di controllo interno da partecipazione, di diritto e di fatto previste dai nn. 1 e 2 dell'art. 2359, primo comma, c.c. [8], mentre sembra escludere quello derivante da vincoli contrattuali di cui al n. 3 dell'art. 2359 c.c., che come noto non implica, ed anzi esclude, un rapporto di partecipazione tra controllante e controllata. Inoltre, il Codice non attribuisce, almeno esplicitamente, rilievo alla nozione di collegamento societario di cui all'art. 2359, terzo comma, c.c., né disciplina i casi in cui il socio prevenuto occupi al momento del sequestro della partecipazione una posizione di controllo in forza dell'applicazione di leggi speciali che frequentemente prevedono ipotesi di controllo ulteriori [9] all'archetipo dell'art. 2359 c.c.

---

[8] Tra i maggiori studi sul tema: B. VISENTINI, voce *Azioni di società*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, Giuffrè, 1959, 967; M. LAMANDINI, *Il controllo. Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, Giuffrè, 1995; J. BERTONE, M. NOTARI, *Commento all'art. 2359*, in *Azioni*, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea-Giuffrè, 2008; G. GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali*[4], Milano, Giuffrè, 2008.

[9] F. CARBONETTI, *Art. 2359* in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, Padova, Piccin, 2010, 376 «Accanto alla nozione codicistica, numerose leggi speciali configurano proprie nozioni di controllo. Si tratta perlopiù e, a volte, di modeste estensioni della nozione codicistica: si vedano, ad esempio, l'art. 26 del d.lgs. 9 aprile 1991, n.

Tali temi verranno sviluppati nel corso dei prossimi paragrafi, con l'obiettivo di individuare l'effettivo rapporto tra disciplina comune e speciale in tema di controllo in un'ottica che tenga conto della *ratio* dei rispettivi impianti normativi e delle mutevoli esigenze applicative che possono verificarsi nella prassi.

A tal fine, occorre ripercorrere in via preliminare i problemi di carattere soggettivo che si riscontrano rispetto all'applicazione dell'art. 2359 c.c. e che si ripercuotono sul rinvio operato a tale disposizione dal Codice Antimafia. Infatti, il controllo disciplinato dal codice civile è di natura intersocietaria e secondo l'opinione prevalente ante riforma del 2003 il soggetto controllato non poteva essere rappresentato da una società di persone [10], mentre oggi, in forza della previsione di cui all'art. 2361 c.c., si tende ad ammettere il controllo su società di persone, nonostante esso non possa ricollegarsi unicamente al possesso di partecipazioni qualificate, dato che in queste ultime, come nelle s.r.l., i poteri di controllo del socio possono prescindere dall'entità della sua partecipazione [11]. È evidente, quindi, come rispetto alla disciplina comune, il controllo rilevante ai fini dell'art. 41 c.a.m. non abbia natura intersocietaria, in quanto il ruolo di controllante è acquisito dagli organi della procedura, mentre è ben possibile che si esplichi sia nei confronti di aziende facenti capo a società di capitali che a società di persone, in virtù del sequestro delle relative partecipazioni societarie *ex* art. 41, primo comma, c.a.m. Fermo il fatto che in ipotesi di sequestro di una partecipazione di società di persone o di s.r.l. si dovrà tener conto, caso per caso e ai fini dell'accertamento del rapporto di controllo, dei poteri di ingerenza dei soci nei confronti dell'amministrazione che prescindono dalla partecipazione societaria [12].

---

127 sul bilancio consolidato, l'art. 23 del t.u.b., l'art. 93 del t.u.f., l'art. 6 comma 2 e comma 3 del d. lgs. 17 maggio 1999, n. 153 in tema di fondazioni bancarie. Altre volte la legge speciale diverge in modo più radicale dal codice civile: così l'art. 7 della l. 10 ottobre 1990, n. 287 in tema di concorrenza adotta una nozione di controllo che ricomprende il controllo congiunto, che è invece estraneo, come vedremo, alla nozione codicistica».

[10] A. Pavone La Rosa, *Le società controllate, I gruppi*, in *Trattato* Colombo-Portale, II, Torino, Utet, 1991, 589.

[11] A. Maffei Alberti, *Art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Milano-Padova, Wolters Kluwer-Cedam, 2017, 495 ed ivi per ulteriori riferimenti.

[12] Problema diverso ma in parte collegato a quello in esame è l'ipotesi che i poteri di controllo siano esercitati nelle s.r.l. in forza di diritti particolari previsti ai sensi dell'art. 2468 c.c. nello statuto a favore di un socio. In tali ipotesi ove questo si identifichi nel socio prevenuto l'amministratore giudiziario vi subentrerà, mentre occorre verificare se tale clausola continui ad operare quando sia sequestrata una quota di maggioranza e sia invece rimesso statutariamente ad altro soggetto l'esercizio di poteri amministrativi. Tale situazione potrebbe infatti confliggere con

3. *Il controllo di fatto* ex *art. 2359 n. 2. Il rilievo della nozione rispetto alla disciplina del Codice Antimafia. Il rilievo sostanziale del concetto di influenza dominante.*

Il primo tema che logicamente si pone in merito al rilievo della nozione di controllo nel contesto delle misure di prevenzione previste dal Codice Antimafia attiene all'operatività del controllo di fatto, al fine di stabilire se tale fattispecie possa essere consona alla situazione dell'amministrazione giudiziaria, consentendo una piena sostituzione dell'amministratore nella gestione della società, oppure se la norma del Codice Antimafia ha inteso recepire solo il fenomeno del controllo di diritto, in quanto di più immediata evidenza giuridica.

Occorre muovere dalla lettera dell'art. 2359 c.c. e dai principali problemi interpretativi che ha posto con riferimento alle ipotesi di controllo interno, da valutare nell'ottica del controllo assunto dall'amministratore giudiziario. Ai sensi dell'art. 2359, n. 2, c.c. sono considerate società controllate «le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria» [13], mentre il n. 1 della stessa disposizione prevede che sono società controllate «le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria». Inoltre, al secondo comma la norma prevede che «ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi».

Come noto, i numeri 1 e 2 dell'art. 2359 c.c. contemplano entrambi ipotesi di controllo "interno", che si sostanzia nell'esercizio del voto nell'ambito dell'assemblea ordinaria della società. Tuttavia, mentre il controllo interno di di-

---

le finalità della misura, sicché si ipotizza una disapplicazione ovvero una estraneità della norma statutaria rispetto al regime di amministrazione giudiziaria. Sul punto più diffusamente sia consentito un rinvio ad A. PALAZZOLO (nt. 5), 255 ss. Su un tema diverso la Corte di Cassazione ha recentemente ritenuto che la clausola compromissoria statutaria non vincoli lo Stato succeduto nella partecipazione a seguito di confisca, muovendo dalla natura volontaristica della clausola arbitrale e dalla diversa genesi dell'acquisto da parte dello Stato (cfr. Cass. civ., sez. VI, 4 marzo 2021, n. 6068).

[13] La formulazione originaria dell'art. 2359 c.c. non contemplava espressamente l'ipotesi del controllo interno di fatto, che nel vigore del vecchio testo era stato messo in dubbio dalla giurisprudenza (Cass. civ., 9 dicembre 1958, n. 3856, in *Foro it.*, 1958, 1786). L'art. 2359 c.c. è stato poi modificato dalla l. 7 giugno 1974, n. 216 che oltre a distinguere espressamente il controllo interno di fatto e di diritto ha anche introdotto la nozione di collegamento societario; e da ultimo dall'art. 1 del d. lgs. 9 aprile 1991, n. 127 di recepimento delle direttive comunitarie nn. 78/660 e 83/349 in materia di bilanci consolidati.

ritto si ravvisa in *re ipsa* quando il soggetto controllante dispone della maggioranza dei voti assembleari [14] ed è assistito dalla presunzione relativa secondo la quale si considera configurato in presenza di tale presupposto [15], il controllo di fatto è per l'appunto caratterizzato dal ricorrere di circostanze variabili che, da sole o in relazione tra di loro, conferiscono al controllante lo stesso potere – ossia l'influenza dominante sull'assemblea ordinaria [16] – che si riscontra al ricorrere del controllo interno di diritto.

Elementi costitutivi del controllo interno sono: la "disponibilità" dei voti in assemblea ordinaria della società e "l'influenza dominante" su quest'ultima che da tale disponibilità deriva.

Quanto al primo elemento, si rileva come ciò che configura il controllo non è la titolarità della partecipazione sociale, bensì il potere di decidere sull'esercizio del voto, purché tale potere non venga esercitato per conto di terzi [17]. Vieppiù che, come noto, ai sensi dell'art. 2359, secondo comma, c.c. il controllo si configura anche in capo alla società che lo esercita in via indiretta per il trami-

---

[14] J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 668.

[15] Secondo l'opinione di alcuni autori il controllo interno di diritto darebbe luogo ad una presunzione assoluta, ammettendosi unicamente la prova dei voti spettanti per conto di terzi (cfr. G. FRÈ, G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1961, 470 ss.; C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato* Rescigno, Torino, Utet, 1985, 333 ss.). Tuttavia, secondo le tesi più recenti si tratterebbe di una presunzione di natura relativa posto che può verificarsi il caso in cui sul controllo interno di diritto prevalga un controllo contrattuale esterno oppure che un patto parasociale spieghi sulla partecipazione di maggioranza un effetto depotenziante (cfr. F. CARBONETTI (nt. 9), 380; Consob, Comunicazione 13 novembre 2003, n. 3074183).

[16] L'influenza dominante è diffusamente ritenuta "il denominatore comune" di tutte le fattispecie di controllo, vieppiù sussistente in via presuntiva nell'ipotesi del controllo di diritto, anche se non esplicitata dalla norma. Sul punto cfr. A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 582 ove ampi riferimenti tra cui: E. SIMONETTO, *Acquisto di azioni proprie o quote di società controllante e loro regime* in *Giur. comm*., 1974, I, 695 ss.; C. ANGELICI, (nt. 15), 333 e ss.; F. FERRARA jr., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 1987, 680.

[17] Cfr. G. SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1997, 465 ss. il quale osserva che in ipotesi di delega occorrerà verificare se il delegato eserciti il voto comunque nell'interesse del socio o nel proprio interesse; A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 585, secondo cui per verificare i presupposti del controllo vanno computati sia i voti relativi ad azioni di proprietà, sia i voti spettanti al medesimo soggetto in forza di pegno o usufrutto anche congiuntamente; J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 669, i quali evidenziano che non vanno computate le azioni di risparmio; G. FRÈ, G. SBISÀ, (nt. 15), 470 ss., secondo cui l'art. 2359 c.c. riferendosi alla maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria prescinde da eventuali *quorum* statutari diversi; cfr. F. CARBONETTI (nt. 9), 377, secondo cui nel computo dei voti attribuenti il controllo vanno inclusi i diritti di nomina di un amministratore attribuiti ai titolari di strumenti finanziari partecipativi *ex* art. 2351 ult. comma c.c.

te di società controllate, società fiduciarie o persone interposte [18]. Posto che, a mente dell'art. 41, sesto comma, c.a.m., nel caso di sequestro di partecipazioni societarie l'amministratore giudiziario esercita *iure proprio* e nell'interesse della procedura i poteri che spettano al socio, si può certamente affermare che egli abbia, ai sensi dell'art. 2359 c.c., la disponibilità del diritto di voto inerente alle partecipazioni sequestrate [19]. Anche il dubbio circa il fatto che il rinvio dell'art. 41, comma 1-*ter*, «alle maggioranze previste dall'art. 2359 c.c.» comprenda anche la variabile del controllo indiretto, va risolto in senso affermativo, sia sulla scorta del dato letterale della norma del Codice Antimafia che opera un rinvio generale all'art. 2359 c.c., sia sulla base del dato sistematico per cui l'amministrazione giudiziaria sarebbe pregiudicata dalla mancata possibilità di acquisire la gestione della società sequestrata ove il sequestro della partecipazione attribuisse alla procedura un controllo solo indiretto della società attinta dalla misura, fermo restando che la sussistenza dei presupposti del controllo indiretto andrà provata in concreto [20].

Venendo ora all'elemento costitutivo dell'influenza dominante, essa costituisce l'essenza di ogni ipotesi di controllo [21] e si sostanzia nel potere di determinare con la propria volontà le decisioni della società controllata ed in particolare di nominare e revocare l'organo amministrativo [22]. Infatti, il controllo sulla società deriva dal controllo sull'organo di gestione della stessa – che può essere esercitato unicamente mediante la nomina e la revoca dello stesso – e dall'influenza che da tale nomina *de facto* discende, posto che l'assemblea non può interferire nell'attività gestoria svolta dagli amministratori [23].

Il controllo interno, ed in particolar modo l'ipotesi del controllo interno di fatto, è una conseguenza della dissociazione tipica del modello societario tra

---

[18] Sul controllo indiretto diffusamente F. GALGANO, *I gruppi di società*, in *Le società*, diretto da F. Galgano, Torino, Utet, 2001, 27 ss.

[19] In generale, sul voto esercitato dal custode in caso di sequestro della partecipazione si registra un contrasto in dottrina tra chi ritiene che il controllo non si configurerebbe in capo al custode in quanto il voto viene esercitato per conto del terzo (M. NOTARI, *La nozione di "controllo" nella disciplina antitrust*, Milano, Giuffrè, 1996, 333) e chi è dell'avviso che si possa parlare di disponibilità del voto, nel senso di cui all'art. 2359 c.c., in capo al custode L.A. BIANCHI, *La nuova definizione di società "controllate" e "collegate"*, in *La nuova disciplina dei bilanci di società*, a cura di M. Bussoletti, Torino, Giappichelli, 1993, 7.

[20] F. GALGANO, (nt. 18), 29.

[21] J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 668.

[22] F. CARBONETTI, (nt. 9), 378.

[23] C. PASTERIS, *Il "controllo" nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, Giuffrè, 1957, 74.

"potere e rischio" o, ugualmente, tra "controllo e proprietà", dato che il potere viene esercitato unicamente da una maggioranza (anche relativa) che non sempre equivale alla maggioranza del capitale, mentre la proprietà e il rischio che ne deriva è a carico di tutta la compagine sociale [24]. Pertanto, l'influenza dominante diventa "l'unità di misura" del controllo interno (e come si vedrà anche di quello esterno) che non dipende dalla consistenza della partecipazione, ma dal "peso" che il socio è in grado di esercitare in assemblea ordinaria [25].

Occorre pertanto esaminare i caratteri che contraddistinguono l'influenza dominante e individuarne gli indici rivelatori in ipotesi di controllo interno di fatto. Ciò chiarito si potranno elaborare dei criteri che consentano all'amministratore giudiziario di valutarne la sussistenza, in ipotesi di sequestro di una partecipazione di minoranza, muovendo dal presupposto che, come rilevato da attenta dottrina, il controllo interno di diritto e di fatto costituiscono due facce della stessa medaglia [26].

La dottrina è concorde nel ritenere che l'influenza dominante che dà luogo al controllo di fatto debba essere stabile e dunque non occasionale, nonché caratterizzata da continuità temporale [27]: l'influenza non è infatti dominante se si riscontra in relazione a singoli atti e non all'intera attività del soggetto controllato [28] «per un arco di tempo ragionevolmente significativo» [29]. Il controllo è contingente quando dipende da circostanze fortuite, ad esempio dalla mancata partecipazione all'assemblea di azionisti di rilievo; ciò non toglie tuttavia che il controllo interno di fatto sia allo stesso tempo contendibile, e certamente in misura maggiore rispetto al controllo di diritto, posto che i suoi presupposti pos-

---

[24] C. PASTERIS, (nt. 23), 6 ss., secondo il quale da un punto di vista teorico non si verifica alcuna violazione del principio maggioritario posto a fondamento del funzionamento delle società di capitali considerando che a ciascuna azione corrisponde un diritto di voto; tuttavia secondo l'Autore il socio non è spesso posto in condizione di esercitare consapevolmente il proprio diritto, dando luogo al controllo di minoranza.

[25] Contra L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, Cedam, 1997, 38, che sostiene che l'influenza dominante deriva dalla grandezza della partecipazione al capitale o da particolari vincoli contrattuali: *tertium non datur*.

[26] L. SCHIUMA, (nt. 25), 105.

[27] G. FRÈ, G. SBISÀ, (nt. 15), 474; C. PASTERIS, (nt. 23), 35.

[28] C. PASTERIS, (nt. 23), 35.

[29] Cfr. Consob, Comunicazione 13 novembre 2003, n. 3074183; l'arco di tempo ragionevolmente significativo viene individuato in due esercizi da G. MOLLO, D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della Finanza, Problemi e prospettive di riforma*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2015, 45.

sono mutare anche repentinamente, pur rimanendo invariata la consistenza della partecipazione [30].

Altra caratteristica del controllo interno di fatto da considerare, su cui tuttavia la dottrina non appare concorde, è la sua potenzialità o, al contrario, la sua effettività. In particolare, secondo la dottrina più recente «il controllo è potere in sé, a prescindere dal suo effettivo esercizio e anche prima che sia stato possibile esercitarlo» [31], costituendo tale caratteristica il tratto distintivo rispetto alla nozione di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c., per cui la sussistenza dello stesso va saggiata in forza di un giudizio prodromico *ex ante*. *A contrario*, la dottrina più risalente era dell'avviso che la verifica potesse essere svolta solo a posteriori, valutando il concreto manifestarsi dell'influenza dominante in assemblea [32]. Il contrasto, più apparente che reale, sembra doversi risolvere nel senso che il controllo interno di fatto, per sua natura non può che scaturire da indici effettivi in grado di "integrare" dall'esterno il peso della partecipazione di minoranza, difficilmente valutabili in astratto. Nondimeno il riscontro di tali indici non esclude che il controllo poi non venga in concreto

[30] Emblematico in tal senso il noto caso Vivendi in cui la SA francese azionista per il 23,94% di Telecom Italia s.p.a. è stata ritenuta dalla Consob, nella comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, controllante di fatto di Telecom ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 2, c.c., dell'art. 93 T.U.F., nonché del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, in quanto con la sua partecipazione aveva nominato i 2/3 dei componenti del nuovo consiglio di amministrazione nel corso dell'assemblea del 4 maggio 2017 ed in quanto aveva altresì svolto altre operazioni rivelatrici del suo potere di direzione e coordinamento nei confronti di Telecom, tra cui tra le più rilevanti militava l'impegno assunto da Vivendi di cedere le azioni detenute da Telecom in Persidera S.p.A. Tuttavia, a stretto giro a seguito della menzionata comunicazione Consob la struttura della compagine azionaria mutava notevolmente a seguito dell'acquisizione da parte del Fondo statunitense Elliot di una partecipazione pari al 8,85%, in grado con la propria lista di attrarre gli interessi degli investitori istituzionali e dell'azionariato polverizzato, e dell'acquisizione di una partecipazione pari al 4,3% da parte di Cassa Depositi e Prestiti, con finalità di tutela degli interessi nazionali. A tal punto che all'assemblea del 4 maggio 2018, il Fondo Elliot ottiene la nomina dei 2/3 del nuovo consiglio di amministrazione. Da notarsi che con una recente pronuncia del 14 dicembre 2020 il Consiglio di Stato ha accolto l'appello proposto da Telecom e Vivendi nei confronti della sentenza del Tar Lazio del 17 aprile 2019, annullando la comunicazione con la quale Consob aveva qualificato in termini di controllo di fatto il rapporto tra Vivendi e Tim, a causa del mancato rispetto del contraddittorio procedimentale da parte della Consob (cfr. Tim: Consiglio di Stato annulla delibera Consob su controllo Vivendi (RCO) https://www.ilsole24ore.com/radiocor/nRC_14.12.2020_13.31_37310373).

[31] La frase è tratta da: J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 701; nello stesso senso P. MONTALENTI, (nt. 2), 315.

[32] N. RONDINONE, *I gruppi di imprese tra diritto comune e diritto speciale* in *Collana della Riv. soc.*, a cura di A. Mignoli, G. Rossi, Milano, Giuffrè, 1999, 165 ed ivi per ulteriori riferimenti; F. CARBONETTI, (nt. 9), 378.

esercitato, ma si blocchi ad uno stadio potenziale. In sintesi: l'accertamento del controllo interno di fatto, anche potenziale, non può che avvenire in concreto tenuto conto della sussistenza degli indici rivelatori; il suddetto accertamento ha valenza prospettica, a condizione che gli indici rimangano invariati [33].

Ci si potrebbe chiedere se, ove fosse appurato che alla partecipazione di minoranza sequestrata corrisponda un controllo di fatto *ex* art. 2359 n. 2, c.c., sia praticabile il subentro della procedura nella gestione sociale o se, essendo il controllo interno di fatto caratterizzato da un più ampio margine di contendibilità rispetto al controllo di diritto, lo stesso vada escluso dall'ambito di applicazione dell'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. In questo senso occorre guardare agli indici che nella prassi vengono utilizzati per individuare il controllo di fatto, valutando come essi possano coniugarsi con il caso che ci occupa.

Le circostanze che la dottrina concorde ha tradizionalmente ricollegato all'esistenza del controllo di fatto sono l'elevato frazionamento del capitale e l'assenteismo degli altri soci, al punto che il socio «in rapporto alla frazione di capitale presente in assemblea si trova di fatto nella posizione di socio di maggioranza» [34]. Tale scenario si realizza di frequente nell'ambito di società per azioni in cui vi è un soggetto che detiene una minoranza qualificata e la restante parte del capitale è talmente polverizzata da non consentire ai soci, perlopiù disinteressati, di scardinare il comando acquisito. Lo scenario può cambiare repentinamente qualora entri nella compagine azionaria un altro soggetto, sempre di minoranza, che tuttavia è in grado di aggregare i consensi e di ribaltare il controllo [35]. Un altro elemento che può incidere sull'acquisizione del controllo di fatto è il ricorso al c.d. voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo, che tuttavia va valutato con attenzione in quanto potrebbe essere indice rivelatore di una influenza meramente occasionale. In questo senso la stessa Consob chiarisce che per valutare correttamente la stabilità del controllo va considerato l'andamento delle passate assemblee e la percentuale di voti che nel tempo si è dimostrata necessaria per esercitare una influenza dominante, purché la compagine azionaria sia rimasta invariata [36].

---

[33] In linea con la ratio degli art. 2359-*bis* ss. c.c., posto che le conseguenze che il codice civile ricollega alla nozione di controllo assumono carattere "preventivo" dei rischi delle possibili disfunzioni amministrative afferenti al funzionamento degli organi sociali e delle diluizioni di capitale conseguenti agli incroci di partecipazioni A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 586.

[34] L'espressione riportata è di F. GALGANO, (nt. 18), 26; nello stesso senso A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 582; N. RONDINONE, (nt. 32), 164.

[35] Come visto ad esempio nel caso Vivendi, *supra* nt. 28.

[36] Con la Consob, Comunicazione 13 novembre 2003, n. 3074183, resa in occasione del mancato consolidamento integrale del bilancio di Telecom Italia (già Olivetti) nel bilancio con-

Considerati tali indici, nell'ottica di assicurare l'efficacia della misura di prevenzione, non sembra si possa negare qualsivoglia rilevanza alla configurazione del controllo di fatto, che verrebbe fortemente penalizzata in assenza del subentro della procedura nella gestione della società ove il socio prevenuto detenga la posizione di controllante di fatto. Inoltre, considerare il rinvio del Codice come riguardante il solo controllo di diritto contrasterebbe con il dato letterale dell'art. 41, comma 1-*ter*, che utilizza il plurale nel riferirsi alle «partecipazioni societarie che assicurino *le maggioranze* di cui all'art. 2359 c.c.». Al contempo, il riscontro degli indici in esame va valutato con particolare rigore, date le conseguenze che ne derivano, tenendo conto in concreto dell'effettiva capacità del socio prevenuto di dirigere la gestione della società al momento dell'intervento della misura. Il subentro della procedura nella gestione della società è infatti giustificato dalla sussistenza del controllo nel momento in cui viene sequestrata la partecipazione: deve in definitiva trattarsi di un controllo tale da consentire la nomina di un nuovo organo amministrativo che sia espressione della procedura *ex* art. 41, sesto comma, c.a.m.

Va da ultimo considerata l'ipotesi in cui il controllo di fatto si configuri in presenza di un patto parasociale che preveda un sindacato di voto. Sul punto la dottrina è concorde nel ritenere che acquista la qualifica di controllante di fatto

---

solidato di Pirelli, la Consob ha enucleato gli indici da valutare ai fini della qualificazione di una partecipazione di minoranza come partecipazione attributiva del controllo di fatto:

– le assemblee da prendere come riferimento sono le assemblee ordinarie di particolare significatività (nomina degli amministratori, approvazione bilancio);

– la quota di partecipazione idonea ad assicurare l'influenza dominante è variabile perché dipende dalla situazione di fatto in cui la società si trova e, in particolare, dal grado di frazionamento della compagine sociale e dal livello di usuale assenteismo dei soci titolari di quote più esigue;

– non si deve trattare di un controllo occasionale, dovuto ad una situazione contingente, ma si deve trattare di una situazione giuridica relativamente stabile;

– tale relativa stabilità dovrà essere accertata necessariamente attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo, che non deve necessariamente essere successivo al momento in cui il presunto controllante abbia acquisito la partecipazione;

– si ritiene, invece, necessario che venga effettuata un'indagine anche sulle passate vicende assembleari, per analizzare la percentuale di voti che è stata mediamente necessaria per raggiungere il *quorum* deliberativo. Tale analisi sul passato sarà significativa solo nelle ipotesi in cui, oltre all'acquisto della partecipazione rilevante che deve essere valutata ai fini di una sua eventuale qualificazione come partecipazione di controllo, non vi siano stati altri mutamenti sostanziali nell'azionariato;

– con riguardo alle società con azioni quotate, occorrerà infine verificare se siano rimasti sostanzialmente immutati gli azionisti rilevanti con partecipazioni superiori al 2%, se quindi il c.d. flottante sia rimasto sostanzialmente il medesimo.

il socio che abbia il controllo del sindacato che a sua volta assommi voti corrispondenti all'esercizio di influenza dominante in assemblea, in quanto il controllo va riscontrato in capo ad unico soggetto, escludendosi sia il controllo congiunto sia il controllo in capo al sindacato nel suo complesso, che non ha la qualifica di soggetto giuridico [37]. Nel caso di società soggette a misure di prevenzione, si ritiene che il patto parasociale sia inefficace nei confronti dell'amministrazione giudiziaria, posto che contrasterebbe con la *ratio* della misura vincolare l'amministrazione ad accordi afferenti alle relazioni personali del prevenuto ed estranei all'organizzazione societaria [38]. Tuttavia, tale principio va adattato agli effetti che il patto parasociale produce sull'efficacia della misura. Se al momento del sequestro il socio prevenuto detiene la maggioranza (di fatto) di cui all'art. 2359 n. 2, c.c., mediante il sindacato di voto, è ragionevole ritenere che si possa comunque procedere alla revoca dell'amministratore espresso dal socio prevenuto e alla nomina dell'amministratore scelto dalla procedura.

In definitiva, la ratio dell'art. 41, comma 1-*ter* consente il subentro della procedura nella gestione della società quando al momento dell'intervento della misura l'organo amministrativo è espressione della volontà del socio prevenuto, al fine di rendere efficace il sequestro della relativa partecipazione. In questo senso, la norma non può che riferirsi, oltre che letteralmente anche in senso sistematico, all'ipotesi in cui l'amministrazione sia stata designata dal prevenuto mediante l'esercizio di un controllo di fatto, a condizione che l'acquisizione dello stesso da parte della procedura consenta la nomina del nuovo amministratore o della maggioranza dei consiglieri nell'ipotesi di organo collegiale.

[37] Così J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 678; F. CARBONETTI, (nt. 9), 379 «si pensi ad un patto cui sia stata conferita la maggioranza del capitale, ad esempio dal socio A quanto al 30%, dal socio B quanto al 15% e dal socio C quanto al 10% e le cui regole prevedano che le decisioni sono prese a maggioranza semplice, in questa ipotesi il socio A deve considerarsi controllante (di fatto)»; F. GALGANO, (nt. 18), 26.

[38] Sul punto sia consentito il rinvio ad A. PALAZZOLO, (nt. 5), 227 ss. Se infatti si ritenesse di attribuire rilevanza ad un sindacato di voto l'amministrazione giudiziaria sarebbe in ipotesi costretta a vincolare le proprie determinazioni, soggette al vaglio del giudice delegato, ai voleri di soggetti estranei.

4. *Il controllo contrattuale* ex *art. 2359 n. 3 e le possibili interferenze esterne.*

Il controllo contrattuale [39] di cui all'art. 2359 n. 3, c.c. non rileva a mente dell'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. ai fini dell'acquisizione del controllo da parte della procedura sulla società attinta dalla misura di prevenzione, posto che questo dipende dal sequestro della partecipazione societaria in capo al prevenuto. Tale situazione può tuttavia costituire uno strumento di interferenza con le finalità della procedura di prevenzione. Il tema si pone sia riguardo alla possibile esistenza di vincoli contrattuali esterni in presenza di un sequestro maggioritario, che con riferimento al fatto che attraverso il sequestro si venga ad acquisire il controllo contrattuale di un soggetto apparentemente esterno alla compagine di riferimento del prevenuto.

Il primo scenario è stato identificato dalla dottrina come controllo plurimo disgiunto [40] o eterogeneo [41], ben possibile nella prassi dato che la disponibilità in capo all'amministratore giudiziario della maggioranza (anche relativa) dei voti in assemblea ordinaria può convivere o risultare depotenziata dall'esercizio sulla società di una influenza dominante esterna. Nell'ipotesi descritta la società attinta dalla misura di prevenzione si profila quale possibile soggetto passivo del rapporto di controllo; mentre nel secondo scenario la procedura appare quale possibile soggetto attivo di un rapporto di controllo contrattuale con un terzo. Con riferimento all'elemento soggettivo della fattispecie del controllo contrattuale, è preliminare chiarire che, a differenza delle ipotesi esaminate del controllo da partecipazione, in cui rileva ai fini della configurazione del controllo il tipo legale e la struttura dei soggetti coinvolti [42], nel caso di controllo contrattuale il veicolo del controllo, ossia i particolari vincoli contrattuali, rendono irrilevanti le caratteristiche strutturali delle società coinvolte, tanto dal lato ascendente che da quello discenden-

[39] Ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 3, c.c. sono considerate società controllate «le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa».

[40] M. LAMANDINI, *Artt. 2359-2359 quinquies*, in *Società di capitali*, *Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 396, secondo il quale il controllo plurimo disgiunto si configura quando alla detenzione di una partecipazione azionaria di maggioranza, anche relativa, non corrisponde l'esercizio, nemmeno in via potenziale, dell'influenza dominante a causa della stabile eterodirezione della società da parte di terzi in forza di contratti di dominazione c.d. deboli.

[41] E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, Giuffrè, 2002, 115 ss.

[42] Si veda *supra* par. 2.

te, e se ne ammette la configurazione finanche riguardo agli imprenditori individuali [43].

Occorre dunque chiedersi se le possibili influenze esterne – anche individuali – esercitate o subite dalla società attinta dalla misura di prevenzione in forza di particolari vincoli contrattuali *ex* art. 2359 n. 3, c.c. siano compatibili con la disciplina speciale del c.a.m. e con le finalità di bonifica dell'impresa illecita e di reinserimento della stessa nei circuiti dell'economia legale.

Il controllo contrattuale si contraddistingue in quanto i soggetti coinvolti dal rapporto rispondono a centri di interesse autonomi e indipendenti, a differenza di quanto accade in presenza di un controllo interno in cui si realizza sempre una coincidenza parziale o totale dei rispettivi centri d'interesse, in proporzione all'entità della partecipazione [44]. Da tale circostanza derivano evidenti problemi di compatibilità con la disciplina del c.a.m., soprattutto in relazione alla possibilità che un soggetto esterno, il cui rapporto contrattuale con la società attinta dalla misura origina dalla gestione del prevenuto possa orientare stabilmente l'indirizzo gestionale e operativo della società, dopo l'intervento della misura medesima, vanificandone gli intenti.

E infatti, «i particolari vincoli contrattuali», il cui effetto consiste nell'esercizio di una influenza dominante, sono i vincoli contenuti in clausole accessorie di contratti stipulati dalla società [45] – generalmente contratti d'impresa tipi-

---

[43] C. PASTERIS, (nt. 23), 43; E. RIMINI, (nt. 41), 89 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 1996. *Contra* F. CARBONETTI, (nt. 9), 377 che si attiene alla formulazione letterale dell'art. 2359 c.c.

[44] La teoria è stata elaborata da C. PASTERIS, (nt. 23), 61.

[45] Sono invece esclusi dal novero dei "particolari vincoli contrattuali" i contratti c.d. di dominazione il cui oggetto consiste nell'affidare la direzione della società ad un soggetto esterno. Tali contratti ("Beherrshungsvertrag") ammessi in Germania dalla legge azionaria, erano considerati incompatibili con il nostro ordinamento prima della novella che ha introdotto il Capo IX in materia di Direzione e coordinamento di società, in base a diverse argomentazioni: assenza di raccordo tra subordinazione e disciplina della responsabilità della società dominante, F. GALGANO, (nt. 18), 33 ss.; impossibilità per la società di perseguire un interesse diverso dal proprio, P. ABBADESSA, *Rapporto di dominio e autonomia private nel diritto societario italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 545 ss.; contrasto con il diritto all'informazione del singolo azionista ed il dovere di riservatezza circa le notizie sociali in capo agli amministratori, G. SCOGNAMIGLIO, *Gruppi di imprese e diritto delle società*, Roma, 1989, 99 ss. Di contrario avviso, M. LAMANDINI, (nt. 8), 165 ss., il quale ammetteva i c.d. contratti di dominazione debole, anche prima della novella, in quanto il dominante è tenuto a rispettare i principi di diligenza e corretto perseguimento dell'interesse del dominato, rispondendo, in caso a titolo di violazione, di responsabilità contrattuale o extracontrattuale.

La disposizione dell'art. 2497-*septies* c.c., che al di fuori delle ipotesi di direzione e coordinamento previste dalla presunzione di cui all'art. 2497-*sexies* c.c., contempla l'attività di di-

ci – che si pongono come strumentali alla realizzazione dello scopo principale del contratto e la cui legittimità discende dalla causa del contratto medesimo [46].

Si precisa poi che l'influenza dominante necessaria a configurare il controllo contrattuale non deriva dalla mera dipendenza economica del controllato dal controllante, che rappresenta certamente un valido elemento indiziario, ma che non appare sufficiente ad esaurire la fattispecie [47]. È invece necessario che in virtù del vincolo contrattuale il controllante influenzi stabilmente e in via continuativa le scelte di gestione e le strategie del controllato al punto che lo scioglimento del vincolo contrattuale metterebbe a repentaglio la stessa esistenza del soggetto controllato [48].

---

rezione e coordinamento esercitata "sulla base di un contratto" ha portato ad ammettere il contratto di dominazione quantomeno nella forma debole (A. VALZER, *Il potere di direzione e coordinamento*, (nt. 2), 870 ss.; F. CARBONETTI, (nt. 9), 381). Tra questi si annoverano i contratti c.d. di collegamento o di coordinamento gerarchico (cfr. U. TOMBARI, *Autonomia privata e gruppi di imprese (Contratto di "coordinamento gerarchico", "contratto di servizio" infragruppo e clausole statutarie come strumenti di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento)*, Studio n. 248/2009, in www.notariato.it). Si segnala infine che un rapporto contrattuale di dominazione tra imprese (escluso dal novero dei "particolari vincoli contrattuali" *ex* art. 2359, primo comma, n. 3, c.c.) può essere istituito anche per il tramite di contratti tipici quali quelli previsti dall'art. 2545-*septies* c.c. in materia di gruppo cooperativo paritetico e dall'art. 37 *bis* del t.u.b. in materia di gruppo bancario cooperativo.

[46] G. FRÈ, G. SBISÀ, (nt. 15), 477; secondo F. GALGANO, (nt. 18), 33 le stesse clausole sarebbero nulle se non inserite nel relativo contratto d'impresa in quanto costituirebbero un contratto di dominazione atipico non meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322, secondo comma, c.c.

[47] In passato secondo la dottrina tradizionale la posizione di dipendenza economica di una società nei confronti di un'altra esauriva la fattispecie del controllo contrattuale e si considerava presuntivamente connessa a talune categorie di contratti quali i contratti di agenzia, di fornitura di merci in esclusiva, di *franchising*, di licenza di brevetto e di *know how*, di concessione di vendita, di commissione, di licenza di produzione o di commercializzazione A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 584; C. ANGELICI, (nt. 15), 334.

[48] All'orientamento più risalente si contrappone la tesi secondo cui il controllo contrattuale non può ricollegarsi alla tipologia contrattuale, ma dipende dal suo effettivo contenuto e dal potere di ingerenza che in forza del contratto e in concreto viene esercitato (G. SBISÀ, *Società controllate e società collegate*, in *Contr. impr*., 1997, 342).

In questo senso, Cass. civ., sez. I, 27 settembre 2001, n. 12094, in *Società*, 2002, 316, secondo la quale, «escluso che nel quadro attuale della normativa di riferimento esista una specifica tipologia di contratti di dominio o di controllo di impresa e dovendosi desumere il carattere "esistenziale" del vincolo non dal tipo di contratto ma dal concreto atteggiarsi del suo contenuto, che lo renda, nel caso singolo, vitale per la controllata, ne consegue che l'accertamento circa l'attitudine o meno di un dato rapporto negoziale a porre una delle parti in quella particolare situazione di predominio caratteristica del controllo esterno, *ex* art. 2359, n. 3, c.c., si risolve, in definitiva, in una *quaestio facti*». Analogamente Trib. Palermo, 3 giugno 2010 «la configurabilità del controllo esterno di una società su di un'altra e la conseguente presunzione di dire-

Pertanto, al momento dell'esecuzione del sequestro di una partecipazione di maggioranza *ex* art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. spetterà all'amministratore giudiziario, sulla base di tali canoni, identificare situazioni di controllo contrattuale effettive [49] o anche solo potenziali [50] in cui è coinvolta la società, sia come soggetto attivo che come soggetto passivo, ai fini dell'applicazione della speciale disciplina in materia di rapporti pendenti prevista dall'art. 56 c.a.m. Tale disposizione prevede che l'esecuzione dei contratti pendenti relativi all'azienda sequestrata rimanga sospesa fino a quando l'amministratore giudiziario, previa autorizzazione del giudice delegato, dichiari di subentrare nel contratto in luogo del proposto, assumendo tutti i relativi obblighi, in esercizio di un diritto potestativo *ex lege* a fronte del quale il terzo contraente si trova in una situazione di mera soggezione [51]. Pertanto, se l'effetto di un contratto precedentemente concluso dal proposto assoggetta la società attinta dalla misura ad influenza dominante altrui, la procedura può legittimamente svincolarsi da tale influenza. Lo stesso può dirsi qualora l'esercizio attivo di influenza dominante sui terzi contrasti con la gestione della società sequestrata, perché ad esempio sussistono elementi tali da far ritenere che anche il terzo operi in condizioni di illiceità.

Il rischio che si profila è che a causa della risoluzione dei suddetti contratti, vengano meno le condizioni di esistenza della società o comunque venga a mancare un apporto cruciale all'operatività della stessa. Tuttavia, l'obiettivo della disciplina speciale è proprio quello di eliminare le condizioni di operatività illecita della impresa e a tal fine il Codice Antimafia contempla un com-

---

zione e coordinamento esercitata dalla prima nei confronti della seconda, postulano l'esistenza di rapporti contrattuali la cui costituzione ed il cui perdurare rappresentino la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità di impresa della società controllata (nella specie, il tribunale ha escluso che ricorra tale presupposto qualora il contratto di concessione di vendita intercorrente tra due società non preveda alcuna esclusiva e lasci al distributore una notevole autonomia quanto alle attività di vendita e di marketing)».

[49] Il dato letterale dell'art. 2359 c.c. anche a confronto con la legislazione speciale (art. 7, l. n. 287/1990 e artt. 26 e 28, del d. lgs. n. 127/1991) è ritenuto determinante dalla dottrina al fine di ritenere necessaria l'effettività del controllo contrattuale M. LAMANDINI, (nt. 8), 53; E. RIMINI, (nt. 41), 19.

[50] In tal senso, P. JAEGER, F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2000, 285, secondo i quali l'influenza dominante sussiste sempre quando esiste il potere, anche se questo non viene di fatto esercitato; M. NOTARI, (nt. 19), 280.

In via prudenziale, data la funzione della disciplina del c.a.m. è ragionevole ritenere che l'amministratore giudiziario debba anche considerare situazioni di controllo contrattuale potenziale nell'ottica di valutare prospetticamente «le concrete possibilità di prosecuzione o di ripresa dell'attività» ai sensi dell'art. 41, primo comma, c.a.m.

[51] Sul punto sia consentito il rinvio ad A. PALAZZOLO, (nt. 5), 93 ss.

plesso di regole e di strumenti eccezionali [52], tra cui le misure di coordinamento e di collaborazione tra imprese soggette a misure di prevenzione [53] che possono dar luogo, come meglio si dirà, ad una particolare forma di controllo contrattuale conseguenza della misura di sequestro [54].

5. *La rilevanza della nozione di collegamento societario: il concetto di influenza notevole e le conseguenze sulla gestione della società.*

Il Codice Antimafia non attribuisce rilievo esplicito alla nozione di collegamento societario di cui all'art. 2359, terzo comma, c.c. [55], attribuendo di conseguenza all'interprete il compito di valutarne la rilevanza nell'ambito della disciplina del c.a.m.

Il tema si pone sia nel caso in cui alla partecipazione sequestrata corrisponda una influenza notevole ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 3, c.c., sia nel caso in cui la società attinta dalla misura di prevenzione, al mo-

[52] Tra cui ad esempio gli strumenti finanziari per la gestione e la valorizzazione delle aziende sequestrate e confiscate *ex* art. 41-*bis* c.a.m.

[53] I raggruppamenti e le reti d'impresa tra aziende sequestrate o confiscate favoriti dall'art. 41-*quater*, terzo comma, con il supporto tecnico delle camere di commercio; ai sensi dell'art. dell'art. 41, comma 2-*ter*, c.a.m. l'affitto o comodato «in via prioritaria» a favore di imprenditori attivi nel medesimo settore o settori affini a quelli in cui opera l'azienda sequestrata nonché di enti, associazioni e altri soggetti operanti «per finalità istituzionali o sociali ovvero economiche, con vincolo di reimpiego dei proventi per finalità sociali» e di cooperative di lavoratori dipendenti dell'impresa; ai sensi dell'art. 41-*quater* c.a.m., il coinvolgimento nella gestione dell'azienda di imprenditori attivi nel medesimo o in settori affini.

[54] Si veda *infra* par. 7.

[55] Art. 2359, terzo comma, c.c. «Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati». Da notarsi che l'art. 2359 c.c. nella sua originaria formulazione non contemplava l'istituto del collegamento societario, che è stato introdotto nel testo dell'art. 2359 c.c. con la l. n. 216/1974 «Sono considerate collegate le società nelle quali si partecipa in misura superiore al decimo del loro capitale, ovvero in misura superiore al ventesimo se si tratta di società con azioni quotate in borsa»; la definizione è stata poi nuovamente modificata dall'art. 1 del d. lgs. n. 127/1991 che ha conservato la presunzione già contenuta nel vecchio testo, cambiando tuttavia l'entità della partecipazione che determina l'attivazione della presunzione, e ha introdotto il concetto di influenza notevole. Il testo della norma scaturente dalla riforma del 1991 è quello tutt'ora in vigore, salvo che per la modifica introdotta con il d. lgs. 28 dicembre 2012, n. 310, che ha sostituito il termine "borsa" con l'espressione "mercati regolamentati".

mento dell'intervento della misura medesima, eserciti o subisca una influenza notevole.

Quanto al primo tema, si rammenti come l'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. preveda che la revoca dell'amministratore della società e la nomina di un nuovo amministratore che sia espressione della procedura possa aver luogo «qualora il sequestro abbia a oggetto partecipazioni societarie che assicurino le maggioranze previste dall'articolo 2359 del codice civile» e specularmente il comma 1-*septies* della medesima disposizione stabilisce che «qualora il sequestro abbia ad oggetto partecipazioni societarie che non assicurino le maggioranze previste dall'articolo 2359 del codice civile, il tribunale impartisce le opportune direttive all'amministratore giudiziario». L'art. 2359 c.c. fa esplicitamente riferimento alla «maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria» solo nell'ipotesi di controllo interno di diritto: ci si chiede se l'utilizzo del plurale da parte dell'art. 41 c.a.m. («le maggioranze di cui all'art. 2359 c.c.») sia volto a ricomprendere nella fattispecie solo l'ipotesi della partecipazione attributiva di influenza dominante o anche quella cui corrisponde l'esercizio di influenza notevole.

Quanto al secondo tema, invece, si rileva come la dottrina concorde ritenga la relazione di collegamento societario, a differenza della relazione di controllo, unilaterale [56] o, che è lo stesso, asimmetrica [57]: la rilevanza del collegamento nel codice civile – che attiene essenzialmente alla disciplina del bilancio di esercizio e ai conseguenti oneri dichiarativi posti a carico della società che esercita l'influenza notevole (artt. 2424, 2425, 2426, primo comma, nn. 3 e 4, 2427 nn. 5 e 9, 2427-*bis*, primo comma, n. 2, 2428, terzo comma, n. 2 e 2429, terzo comma, c.c.) – riguarda solo il soggetto attivo del collegamento, non anche la società collegata [58]. Tuttavia, non può certamente ritenersi irrilevante ai fini della disciplina speciale del Codice Antimafia la circostanza che la società attinta dalla misura sia collegata, e dunque subisca l'influenza notevole di un terzo, il cui interesse potrebbe contrastare con quello della procedura.

I problemi di intersezione tra disciplina comune e disciplina speciale possono essere affrontati solo chiarendo il concetto di influenza notevole, in modo da identificare le conseguenze che la manifestazione di tale influenza provoca nella gestione della società attinta dalla misura. L'influenza notevole con-

[56] F. CARBONETTI, (nt. 9), 381.

[57] G. FRÈ, G. SBISÀ, (nt. 15), 499.

[58] J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 697, il quale ritiene che il collegamento dà luogo all'applicazione di obblighi molto meno incisivi rispetto al collegamento, a causa della debolezza che connota l'influenza della partecipante nei confronti della partecipata.

siste in un potere che una società è in grado di esercitare nei confronti di un'altra, che rispetto all'influenza dominante si connota per una minore intensità [59]. Proprio a causa della sfuggevolezza del concetto, l'influenza notevole si presume in presenza della disponibilità di un quinto dei voti in assemblea ordinaria ovvero di un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati [60]. Oltre a ritenersi ammissibile la prova contraria [61], principalmente connessa alla circostanza che sulla medesima società presuntivamente collegata un'altra società eserciti parallelamente il controllo ai sensi dell'art. 2359, primo comma, c.c., si ritiene che anche una partecipazione sotto soglia possa comunque attribuire influenza notevole a chi la detiene [62]. Ciò accade quando il potere derivante dalla partecipazione è integrato da circostanze esterne, quali frazionamento del capitale sociale, assenteismo dei soci o patti parasociali che ne potenziano l'influenza, al punto tale che la stessa possa qualificarsi come "notevole". L'essenza di tale influenza si ravvisa, in sostanza nell'esistenza di una congiunzione di interessi tra le società coinvolte, tale per cui la società collegata tenga conto di tali interessi nella gestione, senza tuttavia che la sua attività sia stabilmente determinata dalla società partecipante [63].

Il collegamento non può quindi manifestarsi con la nomina della maggioranza degli amministratori [64], ma può comportare la nomina di un numero di amministratori inferiore alla metà che determini una comunanza di interessi tra le società. Ne discende che l'influenza notevole costituisce una *quaestio facti* da accertare caso per caso [65], che può esprimersi anche in maniera episodica e discontinua, purché non del tutto occasionale [66].

---

[59] ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2009, 97 ss.

[60] F. SUDIERO, *Commento all'art. 2359*, in *Codice civile, Commentario*, diretto da M. Franzoni, R. Rolli, Torino, Giappichelli, 2018, 3305.

[61] F. CARBONETTI, (nt. 9), 381.

[62] F. FERRARA jr., F. CORSI, (nt. 16), 776.

[63] A. MAFFEI ALBERTI, (nt. 11), 499 ed ivi per ulteriori riferimenti.

[64] In questo caso si rientrerebbe nell'ipotesi del controllo interno di fatto che si può ben configurare, ove ne ricorrano i presupposti, anche in presenza delle percentuali di partecipazione previste per il collegamento societario (A. PAVONE LA ROSA, (nt. 10), 588; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, Utet, 1987, 338).

[65] In tal senso assumono particolare rilievo gli orientamenti della giurisprudenza. Tra i più rilevanti si segnalano: Cass. civ., sez. III, 1 aprile 2011, n. 7554, in *Giust. civ. Mass.*, 2011, 4, 528 «A norma dell'art. 2359, comma 3, c.c., si considerano collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole; tale situazione – che la norma considera presunta ove nell'assemblea ordinaria possa essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo, se si tratta di società quotate in borsa – può sussistere anche in presenza di società a ristretta base azionaria e familiare, in virtù del vincolo di complicità che – secondo l'*id quod plerumque accidit*

Alla luce di quanto detto, appare chiaro che nel caso in cui venga sequestrata una partecipazione cui corrisponde l'esercizio in concreto di una influenza notevole sulla società, l'amministratore giudiziario non potrà subentrare nella gestione della società medesima ai sensi dell'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m., posto che tale influenza non è sufficiente a determinare la modifica del governo societario, applicandosi quindi la previsione di cui al menzionato art. 41, comma 1-*septies*, c.a.m.

Quanto invece al diverso scenario in cui la società attinta dalla misura erediti una situazione di influenza notevole attiva o passiva da parte della gestione del prevenuto occorre distinguere. Se la società esercita influenza notevole su un'altra società, l'esercizio dovrà essere orientato in funzione degli interessi e delle finalità della procedura. Se invece al momento del sequestro della partecipazione si accerta che la società è soggetta ad influenza notevole da parte di un terzo estraneo, si può ragionevolmente ritenere, al fine di garantire l'efficacia della misura, che tale influenza debba cessare con la nomina del nuovo amministratore. Infatti, posto che il collegamento è ordinariamente consentito dall'organo amministrativo della società collegata che accetta la congiunzione di interessi con la società partecipante, la nuova gestione non potrà avallare interessi estranei che contrastino con il nuovo interesse pubblico prioritario di bonifica dell'impresa illecita.

6. *L'ipotesi di sequestro di partecipazioni di società soggette ad una nozione di controllo derivante dalla legislazione speciale.*

L'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. reca un rinvio alle «maggioranze previste dall'art. 2359 del codice civile». Occorre indagare dunque l'ipotesi che ad essere

– connota i rapporti dei parenti di primo e secondo grado, facendone derivare intese dirette a realizzare finalità comuni. (Nella specie, la S.C. ha cassato la sentenza di merito che aveva escluso tale collegamento in presenza di due società, appartenenti a soggetti legati da vincolo di parentela entro il secondo grado, nelle quali uno stesso componente era titolare di un quinto del capitale di una delle società e, assieme al proprio padre, del 95 % del capitale dell'altra)»; Cass. civ., sez. II, 3 maggio 2017, n. 10726, in www.ilsocietario.it «In tema di obbligo di comunicazione alla Consob di operazioni tra società collegate, *ex* art. 103, comma 4, TUF, la definizione di collegamento dettata dall'art. 2359, ult. comma, c.c., è piuttosto ampia e si basa sull'unico elemento della notevole influenza di una società sull'altra (nella specie, il giudice di merito ha ritenuto, con accertamento che costituisce *quaestio facti*, che anche un collegamento effettuato da parte di una società tramite il controllo di diritto di una società a sua volta collegata di diritto ad altra possa dare luogo a fenomeni di influenza notevole tra le società coinvolte)».

[66] J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 697.

sequestrate siano delle partecipazioni in società soggette ad una disciplina speciale di controllo [67]. Se infatti si riconducesse esclusivamente alla nozione codicistica esplicitamente richiamata l'applicazione delle speciali regole del c.a.m., si rischierebbe di negare rilievo ad ipotesi rilevanti ai fini della qualificazione della fattispecie a livello settoriale.

Così delimitato il campo di indagine occorre altresì considerare come vi sia stata nel tempo una vera e propria «proliferazione delle nozioni di controllo» [68], tanto dal punto vista soggettivo, quanto oggettivo, in ragione dello scopo perseguito [69], tra cui si evidenziano quella del diritto antitrust [70], della disciplina fiscale [71], del diritto bancario [72] e finanziario [73]. Un dato co-

[67] Molto si è discusso in merito alla tecnica legislativa da utilizzare per definire la nozione di controllo rilevante rispetto ai singoli ambiti del diritto e alla possibilità di pervenire ad una reductio ad unum. Secondo il metodo "tipologico" elaborato da M. LAMANDINI, (nt. 8), 54 esiste un unico modello ontologico di controllo delimitato da un lato dall'art. 2359 c.c. e dall'altro dall'art. 7 della l. n. 287/1990, all'interno del quale il legislatore seleziona la fattispecie rilevante per ciascun settore; secondo G. CORAPI, *In tema di interpretazione delle nozioni di concentrazione e controllo nella legge 10 ottobre 1990, n. 287*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 532 la nozione dell'art. 2359 c.c. va valorizzata tenendo conto delle previsioni contenute nelle leggi speciali; secondo lo stesso autore in *ibidem* vanno privilegiati i "microsistemi" di controllo definiti da ciascuna nozione, in quanto volti alla realizzazione di finalità diverse; tuttavia persino con riferimento al medesimo settore è possibile individuare nozioni distinte (ad esempio in ambito antitrust si distingue la nozione dell'art. 7 della l. n. 287/1990 da quella di cui all'art. 43 del Testo unico dei servizi di media audiovisivi e radiofonici) come messo in luce da M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 460. Infine alle tesi generaliste per cui l'art. 2359 c.c. è norma di riferimento per il controllo (tra tutti P. MARCHETTI, *Note sulla nozione di controllo nella legislazione speciale*, in *Riv. soc*., 1992, 5) si contrappongono quelle che valorizzano la specialità reciproca delle singole nozioni (N. RONDINONE, (nt. 32), 118). Per la ricostruzione del dibattito cfr. F. CASTELLI, *Nozione di controllo nel diritto Antitrust*, in *Diritto privato nella giurisprudenza*, Collana a cura di G. Cassano, Torino, Utet, 2005, 349 ss.

[68] N. RONDINONE, (nt. 32), 96; F. CASTELLI (nt. 67), 347.

[69] M. NOTARI, (nt. 19), 186 parla di "natura relazionale" delle nozioni di controllo, che rende il concetto medesimo insuscettibile di una definizione unitaria.

[70] In generale per quanto concerne gli studi in materia di controllo nel diritto antitrust, oltre quelli già menzionati, si segnalano P. MARCHETTI, (nt. 67), 5; G. CORAPI, (nt. 67), 532; C. OSTI, *Commento agli artt. 5, 6 e 7 della l. n. 287/1990*, in *Diritto antitrust italiano*, diretto da A. Frignani, R. Pardolesi, G. Patroni Griffi, L.M. Ubertazzi, Bologna, Zanichelli, 1993; M. NOTARI, *Commento all'art. 7, l. 287/90*, in *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*[4], a cura di P. Marchetti, L.M. Ubertazzi, Milano-Padova, Wolters Kluwer-Cedam, 2016; G. GUIZZI, *Il mercato concorrenziale: problemi e conflitti*, Milano, Giuffrè, 2018.

[71] E. RIMINI, *Il controllo contrattuale: spunti per una riflessione*, in AA. VV., *I gruppi di società*, Atti del Convegno internazionale di studi, organizzati dalla *Rivista delle Società*, Venezia 16-17-18 novembre 1995, III, Milano, 1996, 1903.

stante di tutte le legislazioni, tuttavia, è il riferimento al paradigma dell'art. 2359 [74].

Senza svolgere un'analisi dettagliata delle singole disposizioni, il riferimento di ciascuna al paradigma codicistico consente senz'altro di ritenere ogni loro ulteriore specificazione per un verso ricompresa entro quest'ultimo e per l'altro utilmente applicabile alla fattispecie di riferimento del c.a.m. In altri termini il rinvio fatto alla disciplina del codice civile, nella duplice accezione del controllo di diritto e di fatto sopra esaminate, deve essere intesa anche quale riferimento alle singole applicazioni che di questa regola vengono fatte in seno alle legislazioni speciali, con il risultato di ritenere ricomprese nella nozione di controllo di fatto anche tutte le ipotesi ivi descritte. Più in generale, il richiamo al codice civile va letto come un ampio riferimento alle diverse di-

[72] Per l'acquisto e per la variazione avente ad oggetto una partecipazione qualificata in una banca ai sensi dell'art. 19 T.U.B. è richiesta l'autorizzazione preventiva della BCE, su proposta della Banca d'Italia. La norma trae le sue origini dal principio di separatezza tra banca e industria, risalente alla crisi finanziaria del 1929 ed oggi risulta parte integrante del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), istituito con il Reg. UE n. 1024/2013, che regola la funzione di vigilanza prudenziale esercitata dalla BCE, insieme alle Autorità nazionali, nei confronti degli enti creditizi. In materia si veda R. COSTI, F. VELLA, *Commentario breve al Testo unico bancario*, Padova, Cedam, 2019, 100 ed ivi per ulteriori riferimenti. Per la disciplina secondaria si veda Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 e s.m.i., parte prima, Titolo I, Sezione I. In particolare, l'art. 19, quinto comma, T.U.B. individua i criteri che vanno adoperati per condurre la valutazione preliminare al rilascio dell'autorizzazione ossia la qualità del potenziale acquirente, e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione, valutata a sua volta in base ad ulteriori criteri, tra cui la reputazione e la solidità finanziaria del potenziale acquirente, la capacità della banca di rispettare, a seguito dell'acquisizione, le disposizioni che ne regolano l'attività. Con delibera CICR n. 675/2011, l'influenza notevole è stata definita come «il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e operative dell'impresa partecipata, senza averne il controllo». Indici di influenza notevole, espressi da Banca d'Italia nella Relazione Illustrativa in commento all'art. 4, Delibera CICR n. 675/2011, sono la possibilità che, a seguito dell'acquisto o variazione della partecipazione, il potenziale acquirente venga rappresentato nell'organo di gestione o di supervisione strategica dell'impresa o disponga di diritti di voto determinanti nell'ambito delle decisioni assembleari di natura strategica. In materia di accertamento dell'influenza notevole si segnala N. BACCETTI, *L'acquisizione concertata di partecipazioni qualificate in una banca*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 1148.

[73] Sulla nozione di controllo nel T.U.F.: F.M. MUCCIARELLI, *Art. 93*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di P. Marchetti, L. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 33; M. MIOLA, Sub. *art. 93*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, diretto da G. F. Campobasso, Torino, Utet, 2002, 766; M. LAMANDINI, Sub *art. 93*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, Utet, 2012, 1041; G. MOLLO, D. MONTESANTO, (nt. 29).

[74] Tra gli studi sull'analisi comparata delle due definizioni si segnalano: M.S. SPOLIDORO, (nt. 67), 475 e M. NOTARI, (nt. 19).

scipline settoriali che regolano l'attività di impresa, dovendosi il c.a.m. ritenere norma prevalente anche su queste ultime, applicabili in via residuale [75].

7. *L'ampliamento della nozione di controllo: il controllo derivante dalle misure di prevenzione.*

Una volta assunto il controllo della società attinta dalla misura, è possibile che le modalità di gestione dell'azienda previste dalla disciplina del Codice Antimafia comportino il verificarsi di ulteriori situazioni di controllo che non sono presupposto, bensì conseguenza, della misura di sequestro.

In particolare, è frequente la prassi di affidare allo stesso amministratore giudiziario più incarichi al fine di massimizzare l'efficienza della gestione e di evitare diseconomie. È ben comprensibile, quindi, come la stessa figura professionale possa trovarsi a gestire un numero consistente di aziende dove l'unità è rappresentata dal procedimento di prevenzione, funzionalmente alla realizzazione dell'obiettivo di cooperazione tra le realtà attinte. In tal senso milita anche la tendenza invalsa nei tribunali di propendere per una lettura estensiva del limite di tre incarichi per ciascun amministratore giudiziario, sicché nel procedimento a carico di un unico soggetto la gestione della pluralità di società a questo riconducibili viene ritenuta equivalente ad un solo incarico, considerando il gruppo un'impresa unitaria. Gli organi della procedura possono infatti optare per una gestione unitaria delle imprese sottoposte a sequestro in modo tale da assicurare l'ottenimento di economie di scala e da trarne la massima utilità in termini di potenziale reimpiego per finalità sociali.

Sul punto, il Codice Antimafia prevede particolari misure di coordinamento e di collaborazione tra imprese soggette a misure di prevenzione [76], che rientrano tra gli "obblighi specifici" dell'amministratore di nomina giudiziaria, al fine di consentire la sopravvivenza di ciascuna impresa ed evitarne l'isolamento, come spesso accade nei contesti particolarmente difficili. Infatti, come già evidenziato va considerato che la gestione delle aziende ai sensi del Codice Antimafia non è unicamente ispirata dalla natura cautelare e provvisoria della

[75] Cfr. A. PALAZZOLO, (nt. 5), XIII.

[76] Tra cui, il coinvolgimento nella gestione dell'azienda di imprenditori attivi nel medesimo o in settori affini ai sensi dell'art. 41 *quater* c.a.m. Si noti inoltre come tra le attribuzioni degli organi dell'ANBSC, l'art. 112, quarto comma, lett. a) del codice espressamente prevede che i flussi informativi acquisiti dall'Agenzia vengano destinati a facilitare le collaborazioni tra amministratori giudiziari e tra coadiutori e favorire, su tutto il territorio nazionale in modo particolare per le aziende, l'instaurazione e la prosecuzione di rapporti commerciali tra le imprese sequestrate o confiscate.

misura, ma risponde altresì ad un interesse pubblico prioritario, che si identifica tanto nell'intenzione di recidere il legame tra il proposto e la *res* – evitando che questa possa tornare nelle mani della criminalità organizzata – quanto nella bonifica dell'impresa al fine di reinserirla nel circuito economico legale e nello sforzo di valorizzazione del bene sequestrato, nella prospettiva di una eventuale restituzione del bene alla comunità.

Una prima ipotesi estensiva rispetto alla disciplina codicistica è quella in cui al medesimo amministratore giudiziario siano rimesse più società, non legate tra loro da vincoli di partecipazione, ma soggette ad una unica misura di prevenzione, che diviene elemento di raccordo tra le singole gestioni.

Accanto all'ipotesi di imprese attinte da un'unica misura di prevenzione e per ciò stesso rimesse alla gestione del medesimo amministratore giudiziario, si identifica una fattispecie assolutamente peculiare, legata alla previsione di cui all'art. 41 *quater,* terzo comma, c.a.m.[77] secondo cui è possibile avvalersi del supporto tecnico delle camere di commercio per favorire il collegamento dell'azienda sequestrata o confiscata in raggruppamenti e in reti d'impresa. In particolare, il contratto di rete risulta il tipo negoziale d'elezione anche a mente della strategia nazionale per la valorizzazione dei beni confiscati attraverso le politiche di coesione[78]. Quest'ultima, nell'individuare le azioni necessarie a dare attuazione a ciascuno dei tre obiettivi specifici[79] onera il Ministero dello Svi-

[77] L'art. 41-*quater*, terzo comma, c.a.m. dispone che «nella gestione dell'azienda l'amministratore giudiziario, previa autorizzazione scritta del giudice delegato, e l'Agenzia possono altresì avvalersi del supporto tecnico delle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura per favorire il collegamento dell'azienda sequestrata o confiscata in raggruppamenti e in reti d'impresa».

[78] La Strategia nazionale per la valorizzazione dei beni confiscati attraverso le politiche di coesione è stata prevista dalla Legge di Bilancio 2017 (art. 1, comma 611), che ne ha affidato la definizione all'ANBSC in collaborazione con il Dipartimento per le politiche di coesione (DPCoe) della Presidenza del Consiglio dei Ministri. Essa costituisce la risposta all'esigenza di elaborazione di un approccio unitario e coeso nella gestione dei beni sequestrati e confiscati, ma ancora prima nell'azione di contrasto alla criminalità organizzata, interventi di regola caratterizzati da frammentarietà e mancanza di regia nel definire le direttrici di fondo dell'azione pubblica.

[79] La strategia è ispirata all'Obiettivo Generale consistente nell'utilizzazione in modo efficace ed efficiente dei beni immobili e aziendali confiscati alla criminalità organizzata, attraverso interventi di valorizzazione sostenuti anche dalle politiche di coesione. Quello Generale si articola poi in tre Obiettivi Specifici, segnatamente: (1) Rafforzamento della capacità e della cooperazione degli attori istituzionali responsabili del processo di sottrazione, valorizzazione e restituzione alla società dei patrimoni illegalmente accumulati; (2) Politiche di valorizzazione dei beni immobili confiscati; (3) Re-immissione nel circuito dell'economia legale delle aziende confiscate alla criminalità organizzata o dei beni ad esse pertinenti. Per ciascun Obiettivo vengono definite le azioni che ne consentono l'attuazione, per ciascuna individuando l'amministrazione responsabile per l'esecuzione.

luppo Economico del compito di fornire sostegno alla creazione di contratti di rete (e di filiera, per quanto attiene al settore agroalimentare)[80]. L'adesione al contratto di rete da parte dell'ecosistema delle aziende sequestrate o confiscate consente di creare una massa critica e di raggiungere eventuali requisiti tecnico-economici, permettendo ai soggetti istituzionali che operano nel sistema della prevenzione di soddisfare una molteplicità di obiettivi attraverso lo svolgimento di attività economicamente produttive, vieppiù quando si tratti di opere pubbliche, per salvaguardare la continuità aziendale e i livelli occupazionali[81].

Si configura pertanto anche una seconda ipotesi estensiva della nozione di controllo, per certi aspetti assimilabile a quella, non richiamata, di cui all'art. 2359 n. 3, c.c.[82], non antecedente alla procedura, bensì conseguenza di essa. Il

[80] L'azione citata è la numero 3.4, afferente all'Obiettivo Specifico 3. La stessa che ha come destinatario il Ministero dello Sviluppo Economico, nello specifico prescrive «di supportare la realizzazione di sinergie tra soggetti che operano nel riuso di beni confiscati, in particolare nella produzione di beni con valore commerciale, facilitando forme di aggregazione di più soggetti sia con il coinvolgimento di aziende che producono prodotti analoghi sia all'interno di una filiera di prodotto, al fine di sostenere con attività di rete iniziative imprenditoriali legate ai beni confiscati caratterizzate da potenziale fragilità. L'azione può prevedere anche il coinvolgimento del sistema imprenditoriale italiano in un progetto di responsabilità sociale per sostenere l'integrazione e l'apertura delle aziende confiscate all'interno di sistemi e partnership controllate con altri soggetti imprenditoriali, organizzazioni del terzo settore così come enti di formazione e ricerca».

[81] La modalità di distribuzione del potere decisionale in merito all'esecuzione del programma di rete tra le imprese partecipanti varia a seconda del modello di *governance* prescelto: infatti è facoltativa l'istituzione di un fondo patrimoniale e di un organo comune, così come l'acquisto ad opera della rete di una autonoma soggettività giuridica; il programma comune di rete può avere ad oggetto la collaborazione in forme e in ambiti predeterminati attinenti all'esercizio delle imprese, lo scambio di informazioni o prestazioni di natura industriale, commerciale, tecnica o tecnologica o l'esercizio in comune di attività rientranti nell'oggetto sociale delle singole imprese (art. 3, comma 4-*ter*, d.l. 10 febbraio 2009, n. 5, convertito in l. 9 aprile 2009, n. 33 e s.m.i.). Si veda S.A. CERRATO, *Appunti sul contratto di rete: un modello «à la carte» dal contratto all'istituzione ... e ritorno*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 491. Peraltro la flessibilità del contratto di rete e la predisposizione del legislatore a promuovere tale forma di collaborazione al fine di superare crisi sistemiche è confermata dalla previsione dei commi 4-*sexies* ss. introdotti nell'art. 3 del d.l. 10 febbraio 2009, n. 5 a causa della crisi da COVID-19 dall'art. 43-*bis*, primo comma, d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito con modificazioni nella l. 17 luglio 2020, n. 77, per cui il contratto di rete può essere stipulato per favorire il mantenimento dei livelli di occupazione delle imprese di filiere colpite da crisi economiche.

[82] Invero alla luce del contenuto del programma di rete e del modello di *governance* prescelto il contratto di rete può comportare l'attribuzione del controllo sull'impresa *ex* art. 2359 primo comma, n. 3 ad un soggetto esterno (l'organo comune) al quale vengono attribuiti poteri di gestione e di rappresentanza in linea con le finalità della misura di prevenzione. Tuttavia, il contenuto del programma congiuntamente al modello di governance prescelto potrebbero non attribuire il controllo sull'impresa ad un soggetto esterno, ma nondimeno attuare una forma di di-

controllo si pone dunque sia quale presupposto che quale possibile conseguenza di una misura di sequestro.

8. *Conclusioni.*

Essenza del controllo è dunque l'esercizio di una "influenza dominante" da parte della controllante nei confronti della controllata [83]. Tratti caratterizzanti della relazione di controllo societario sono la potenzialità e la stabilità, nel senso di costituire una situazione ricorrente, non legata a mere circostanze episodiche [84]. Il controllo si sostanzia quindi in un fenomeno che potrebbe definirsi "naturalistico" e che è legato alla circostanza che un soggetto sia in grado di esercitare su un altro soggetto un'influenza tale da dirigerne la volontà. L'art. 2359 c.c. ha tuttavia nel tempo acquisito un rilievo ben più ampio di quello attribuitogli dal codice civile quale presupposto dell'applicazione della disciplina in materia di operazioni sul capitale delle società legate dal rapporto di controllo [85], al punto da rappresentare la "regola del controllo", cui il legislatore opera puntualmente rinvio quando nell'ambito di legislazioni di settore assume rilievo, ai più disparati fini, il rapporto di controllo intercorrente tra due soggetti, non necessariamente societari. In questo senso, come visto anche il Codice Antimafia all'art. 41, comma 1-*ter* rinvia alle «maggioranze previste dall'articolo 2359 del codice civile», prevedendo, nel caso di sequestro di una partecipazione di controllo, il subentro della procedura nel governo societario e una possibile causa di revoca dell'amministratore della società.

---

rezione concertata ed unitaria delle imprese coinvolte tipica del gruppo c.d. paritetico od orizzontale. A tal proposito, F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 2005, 211 sostiene che la direzione unitaria nascente da contratto integra gli estremi del controllo contrattuale di cui all'art. 2359, primo comma, n. 3, quando il contratto ponga un ente sotto la direzione di un altro; al contrario sussiste un gruppo orizzontale quando il contratto dà vita ad una entità, a composizione paritetica, entro la quale elaborare l'attività di direzione e coordinamento del gruppo.

[83] Influenza dominante che si ritiene vieppiù sussistente, e anzi assistista da presunzione, nell'ipotesi del controllo di diritto anche se non esplicitata dalla norma. Sul punto, cfr. *supra* nt. 14.

[84] L. SCHIUMA, *Commento all'art. 2359*, in *Commentario del codice civile*, *Delle società, Dell'azienda, Della concorrenza*, diretto da E. Gabrielli, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, Utet, 2015, 1267; J. BERTONE, M. NOTARI, (nt. 8), 701 che mette in evidenza come riguardo al tema della potenzialità del controllo la questione appare piuttosto pacifica per il controllo c.d. di diritto, mentre è più controversa con riguardo controllo di fatto e al controllo esterno. In dettaglio cfr. par. 3.

[85] P. MARCHETTI, (nt. 67), 1 ss.

Anche nel contesto del Codice Antimafia si conferma quindi il ruolo sistematico della "regola del controllo" di cui all'art. 2359 c.c., operante, come si è visto, solo con riferimento alle ipotesi di controllo da partecipazione. Il rinvio, in altri termini, ha valenza definitoria, serve cioè ad indicare la consistenza che la partecipazione sequestrata deve avere al fine di consentire alla procedura di subentrare nel governo della società e quindi di acquisire a tutti gli effetti l'amministrazione dell'azienda, senza che dal rinvio derivino ulteriori conseguenze diverse rispetto all'applicazione nei rapporti tra procedura controllante e società controllata della disciplina del codice civile o di altre legislazioni speciali.

Il c.a.m. prevede dunque che la particolare disciplina dell'art. 41, comma 1-*ter*, c.a.m. si applichi sia nelle ipotesi di possesso della maggioranza che in quella di partecipazioni che assicurino comunque un'influenza dominante in assemblea, anche rispetto alle specifiche applicazioni che nella disciplina settoriale vengono individuate quali espressione di un controllo "di fatto". Un'interpretazione che escludesse la possibilità di determinare le conseguenze di cui all'art. 41 nelle ipotesi in cui, di diritto o di fatto, il possesso delle quote sequestrate lo determinerebbe, non sarebbe d'altra parte in linea con la volontà del c.a.m., che è quella di sostituire il prevenuto, in tutto e per tutto, nei suoi poteri di direzione dell'impresa intesa in senso unitario.

In conclusione, il controllo rilevante nel c.a.m. non può prescindere dalla disponibilità in capo all'amministratore giudiziario della partecipazione societaria sequestrata. Al contempo la fattispecie del controllo, in particolare se si tratta di un controllo di fatto, va coniugata con la peculiare posizione dell'amministratore giudiziario che non eredita automaticamente la posizione del socio prevenuto in forza di circostanze ulteriori alla partecipazione, posto che tali circostanze potrebbero venir meno proprio a seguito del suo ingresso nella compagine sociale: in altri termini il controllo sussiste solo se, a seguito del sequestro, alla gestione del prevenuto è in grado di sostituirsi quella designata dalla procedura, permanendo il controllo, di diritto o di fatto, sulla società [86].

[86] Il presente lavoro è parte di una più ampia ricerca avente ad oggetto le diverse nozioni di controllo nel nostro ordinamento promossa dalla Fondazione Bruno Visentini.