ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

2/2020

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

Direttore **FRANCESCO DENOZZA**

G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 2/2020

Orizzonti del Diritto Commerciale

2/2020

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*
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, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Vincenzo Calandra Buonaura, Lucia Calvosa, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, 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, 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, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari, Roberto Weigmann.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista ODC

Direttore Francesco Denozza

2/2020

G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2020 - 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 settembre 2020
ad opera di G. Giappichelli Editore.

Indice
Table of Contents

pag.

Saggi

STEFAN GRUNDMANN, MARIE-SOPHIE SCHÄFER, *Le riforme del diritto contrattuale francese e tedesco* 317
The French and the German Reforms of Contract Law

PETER AGSTNER, ANTONIO CAPIZZI, PAOLO GIUDICI, Business Angels, Venture Capital *e la nuova srl* 353
Business Angels, Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata

MICHELE BERTANI, *Tra paternalismo ed autonomia negoziale: il nuovo assetto dei rapporti fra autore, artista ed impresa culturale* nel digital single market 453
Between paternalism and freedom of contract. The new setting of the relations among authors, performers and the cultural industry in the digital single market

MATTEO ARRIGONI, *The Administrative Board of Review of the European Central Bank. A critical analysis* 519

Temi e dibattiti di attualità

JOSÉ ANTONIO GARCÍA-CRUCES, IGNACIO MORALEJO, *Financing and payments made by persons closely related to the debtor under articles 12 and 9.3 Royal Decree Law 16/2020* 541

pag.

ILARIA 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* 553
The environmental and social sustainability in the compensation policies of the directors of listed companies: the relevance of stakeholder interests after the SHRD II

ELISABETTA CODAZZI, *Società benefit (di capitali) e bilanciamento di interessi: alcune considerazioni sull'organizzazione interna* 589
Benefit corporations and balancing of interests: some considerations on the internal organization

FLAMINIA MARASÀ, *Il trattamento dei dati personali dell'utente dei servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR* 629
The processing of personal data of payment service users between PSD2 and GDPR

Saggi

Le riforme del diritto contrattuale francese e tedesco

The French and the German Reforms of Contract Law

Stefan Grundmann [*], Marie-Sophie Schäfer [**]

ABSTRACT

La Francia e la Germania non solo hanno codificazioni di diritto privato molto importanti, ma sono anche paesi che hanno inteso la direttiva CE sulle vendite del 1999 (insieme con altri sviluppi del diritto UE) come un invito ad impegnarsi in una riforma globale dei loro vecchi codici all'inizio del 21° secolo. Ciò offre l'occasione per un confronto, in particolare perché l'una riforma è avvenuta al momento del recepimento della direttiva, entro due anni, l'altra dopo quasi un decennio e mezzo di considerazioni e discussioni. La tendenza comune è quella ad orientare maggiormente il Codice verso modelli internazionali – la CISG (Convention on the International Sale of Goods) da un lato, i diversi insiemi di principi sviluppati nei 20 anni intorno alla svolta del Millennio (e in qualche misura ispirati al CISG) dall'altro. Un'altra spinta comune è quella alla semplificazione, in un caso consistente principalmente nella drastica riduzione delle forme di inadempimento, nella loro razionalizzazione e nell'introduzione di un regime (più) coerente sulla violazione delle obbligazioni contrattuali; nell'altro caso – successivo – consistente in un più ampio sforzo complessivo di semplificazione – in molte parti del Codice e dei suoi istituti. La differenza più evidente potrebbe ritrovarsi nel fatto che la Germania, nella sua riforma, ha scelto di integrare il diritto dei consumatori nel vecchio Codice Civile tedesco – portando così la parte più importante del diritto contrattuale di fonte europea all'interno del Codice Civile tedesco –, mentre la Francia è rimasta fedele al modello che si era attestato come un vero protagonista in questo senso. Si tratta del modello fondato sulla distinzione tra un *Code Civil* e un *Code de la Consommation*. Dietro la diversità di queste scelte si possono individuare diverse concezioni sulle ragioni per cui le parti di un contratto debbano essere protette, per es., in caso di clausole contrattuali "abusive". Molti altri cambiamenti, anche se di grande importanza, possono essere considerati più specifici e più ristretti. In Francia, il cambiamento

[*] Professore ordinario nella Humboldt-Universität-zu Berlin e nell'European University Institute; email: stefan.grundmann@rewi.hu-berlin-de.

[**] Ricercatrice nella Humboldt-Universität-zu Berlin; email: mariesophie.schaefer@gmail.com.

più importante ci sembra non tanto quello dell'"abandon de la cause", oggetto di severe critiche, quanto piuttosto quello del passaggio a un sistema in cui il principio della buona fede ispira tutte le questioni e tutte le fasi della contrattazione, assumendo così il ruolo di principio davvero generale. Sia il primo che il secondo di questi sviluppi avvicina la Francia ai tratti distintivi delle riforme tedesche. Nel complesso, i due ordinamenti sembrano aver assunto dopo le riforme una più spiccata apertura internazionale e sembrano anche più vicini l'uno all'altro per quanto riguarda i rispettivi codici civili. La "grande réforme française" costituisce, dunque, più un passo verso un modello comune europeo che verso uno splendido isolamento nazionale.

Parole chiave: diritto dei contratti – riforma del diritto contrattuale francese e tedesco – diritto dei contratti con i consumatori – diritto dei contratti internazionali

Not only do France and Germany have very prominent private law codifications, but they have also taken the EC Sales Directive of 1999 (among other EU developments) as an invitation to engage in an overall reform of their old Codes at the beginning of the 21st Century. This invites to a comparison, namely because the German reform occurred when transposing the directive and took two years, while the French reform was preceded by almost 1 ½ decades of considerations and discussions. The common thrust is orienting the Code towards international models – the CISG in one case, the different principles developed in the 20 years around the turn of the Millennium (and to some extent inspired by the CISG) in the other. Another common goal is simplification, which in the case of Germany consists mainly in a drastic reduction of the forms of breach, their streamlining and the establishment of a (more) coherent system on the breach of contracts; in the case of France, it corresponds to a more extensive simplification endeavor including many parts of the Code and its institutions. The most striking difference may well be that Germany chose to integrate consumer law into the old Civil Code – thus bringing the main part of European contract law into the Civil Code –, while France maintained the model it had established as a true protagonist, splitting contract law into a Code Civil *and a* Code de la Consommation*. Two different models of why parties should be protected in contractual relationships – for instance why and when they should be protected against 'unfair' contract terms – can be sensed behind these choices. Many other changes, albeit of high importance, may be seen as more specific and narrower. In France, the most important change would seem not the one most severely criticized, the 'abandon de la cause', but the shift towards a system where the good faith principle inspires all questions and phases of contracting, thus assuming the role of a truly overarching principle. This second change (but also the first one) moves France closer to what seemed a distinctive feature of the German development. Overall, the two countries would seem more internationally oriented and closer to each other in their grand Civil Codes after their respective reforms. The 'grande réforme française' is a step towards a common European model rather than one of splendid national isolation.*

***Keywords**: contract law – French and German contract law reform – consumer contract law – international contract law*

SOMMARIO

1. Introduzione. – 2. Portata e idee. – 2.1. Rivitalizzazione di vecchi codici e reintegrazione di

atti minori separati. – 2.2. Risposte innovative e diversificate agli sviluppi internazionali. – 3. Profili principali della struttura architettonica. – 3.1. Il ruolo generale della buona fede. – 3.2. L'unità del diritto contrattuale. – 3.3. Il regime di base sull'inadempimento del contratto. – 4. Alcune delle più importanti soluzioni della riforma francese a confronto. – 4.1. Formazione e validità del contratto. – 4.1.a. Abbandono del requisito della "causa" e introduzione di un regime più severo nella fase precontrattuale. – 4.1.b. Regime dell'informazione precontrattuale e vizi del consenso. – 4.1.c. Controllo sull'adesione alle condizioni contrattuali *standard*. – 4.2. Attuazione e modificazione del contratto. – 4.2.a. Esecuzione e violazione. – 4.2.b. Eventi imprevisti – "Imprévision". – 4.2.c. Pluralità di parti: trasferimento di diritti contrattuali e catene/reti di contratti. – 5. Conclusioni.

1. *Introduzione.*

Dopo circa un decennio di dibattiti e proposte, la Francia ha varato la sua riforma del diritto contrattuale con un'ordinanza presidenziale riguardante il diritto contrattuale, la disciplina generale delle obbligazioni e della relativa prova [1]. Alcuni avrebbero preferito un atto del Parlamento [2]. Questa riforma è

[1] Ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations. Per una versione inglese del nuovo Codice Civile francese (commissionata dal Ministero della Giustizia francese): B. FAUVARQUE-COSSON, J. CARTWRIGHT AND S. WHITTAKER, *The Law of Contract, the General Regime of Obligations, and Proof of Obligations (English translation of new provisions in French Civil Code)* (Ministero della Giustizia, Repubblica Francese, 2016), disponibile sul sito http://www.textes.justice.gouv.fr/art_pix/THE-LAW-OF-CONTRACT-2-5-16.pdf (ultima visita 7 maggio 2020). Una traduzione del Codice Civile tedesco è disponibile sul sito https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_bgb/englisch_bgb.pdf (ultima visita 7 maggio 2020). Entrambe le traduzioni saranno utilizzate in tutto il presente documento.

[2] Sottolineano la pesante critica: J. CARTWRIGHT e S. WHITTAKER, '*The Transformation of French Contract Law by Government Decree – and Translated into English*' (University of Oxford, Faculty of Law, Latest News, 2 novembre 2015), all'indirizzo https://www.law.ox.ac.uk/news/2015-11-02-transformation-french-contract-law-government-decree-–-and-translated-english (ultima visita 7 maggio 2020); A. DOWNE, '*The Reform of French Contract Law: A Critical Overview'* (2016) *Revista da Faculdade de Direito UFPR* 43-68, 45. Giudicano "sorprendente" da una prospettiva tedesca la procedura seguita: V. MOLL e A. LUKE, '*Die französische Vertragsrechtsreform – Möglichkeiten und Risiken'* (2017) *Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht* 43-45, 43. In ogni caso, bisogna tenere presente che il governo è stato incaricato con un atto del Parlamento (loi n° 2015-177 du 16 février 2015 relative à la modernisation et à la simplification du droit et des procédures à prendre) e sono stati imposti limiti di tempo e limiti al contenuto della riforma. Giustificano questa procedura sulla base del fatto che una procedura parlamentare "avrebbe messo in pericolo l'intero processo": B. FAUVARQUE-COSSON, '*Towards an important reform of the French Civil Code*' (2015) *Montesquieu Law Review* 2-15, 4.

stata una pietra miliare e una procedura di adozione più solenne avrebbe sottolineato meglio il significato della riforma – o, per formularla dal punto di vista del diritto privato, un atto più solenne ne avrebbe meglio sottolineato la centralità dal punto di vista sociale [3]. La riforma costituisce in effetti un grande passo in avanti [4], in quanto conclude quanto iniziato con una serie di altre proposte. Quattro grandi proposte di riforma hanno preceduto quella promulgata [5]

Per maggiori dettagli sulla procedura di adozione, si veda H. J. SONNENBERGER, '*Die Reform des französischen Schuldvertragsrechts, des Regimes und des Beweises schuldrechtlicher Verbindlichkeiten durch Ordonnance Nr 2016-131 vom 10.2.2016*' (2017) *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 6-67, 14.

[3] Dal punto di vista tedesco, due dei più importanti studiosi di diritto privato degli ultimi 70 anni (dopo la seconda guerra mondiale) vengono subito in mente. Franz Böhm vede l'ordine pubblico (che oggi è molto più al centro del dibattito politico) come mero strumento per una società di diritto privato in cui le parti possono liberamente modellare i loro affari (principalmente mediante il diritto contrattuale): F. BÖHM, '*Privatrechtsgesellschaft und Marktwirtschaft*' (1966) 17 *ORDO* 75-151; traduzione parziale in inglese: F. BÖHM, '*Rule of Law in a Market Economy'*, in A. PEACOCK and H. WILLGERODT (ed.), *Germany's Social Market Economy: Origins and Evolution* (Londra: Macmillan, 1989) 46-67; sul contesto e sullo sviluppo di questa idea: S. GRUNDMANN, in S. GRUNDMANN, H.-W. MICKLITZ e M. RENNER, *New Private Law Theory - A Pluralist Approach* (Cambridge: Cambridge University Press, 2020) capitolo 6. Al contrario, Ludwig Raiser, uno dei pionieri del diritto privato socialmente rafforzato in Germania, vede nel diritto contrattuale il terreno di gioco su cui si decide quanto la giustizia sociale e l'affermazione dei valori sociali abbiano luogo in una società: L. RAISER, '*Vertragsfunktion und Vertragsfreiheit' Deutscher Juristentag* 1960, 101-131. Su entrambi gli studi di diritto privato si vedano ora i contributi di E.-J. MESTMÄCKER e di F. KÜBLER, rispettivamente in S. GRUNDMANN e K. RIESENHUBER (ed.), *Private Law Development in Context – German Law and Scholarship in the 20th Century* (Anversa/Cambridge: Intersentia, 2017) rispettivamente 125-150 e 349-362.

[4] Descrizioni generali si trovano, tra l'altro, in: '*The Reform of the French Law of Obligations – Les Jeux Sont Faits*' (2016) *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 1-12, 3. L'importanza del passo è evidenziata, con un apprezzamento per lo più positivo, da S. ROWAN, '*The New French Law of Contract*' (2017) *International & Comparative Law Quarterly* 1-27, 1, che lo definisce un "grande evento in Francia" e sottolineandone la rilevanza "ben oltre i confini della Francia".

[5] Le due grandi bozze preliminari provenienti dal mondo accademico hanno preso il nome dai loro iniziatori. Per il 'progetto Catala' del 2005 si v. il sito: http://www.justice.gouv.fr/art_pix/RAPPORTCATALASEPTEMBRE2005.pdf (ultima visita 7 maggio 2020). Il "progetto Terré" è stato pubblicato in tre volumi: F. TERRE, *Pour une réforme du droit des contrats* (Parigi: Dalloz, 2009); F. TERRE, *Pour une réforme du droit de la responsabilité civile* (Parigi: Dalloz, 2011); F. TERRE, *Pour une réforme du regime general des obligations* (Parigi: Dalloz, 2013). Sulla base di questo lavoro accademico, la Cancelleria ha avviato due progetti preliminari: Il primo nel 2008 per il diritto contrattuale e il secondo nel 2011 per il regime generale delle obbligazioni e delle relative prove: http://www.textes.justice.gouv.fr/textes-soumis-a-concertation-10179/reforme-du-regime-des-obligations-et-des-quasi-contrats-22199.html (ultima visi-

che, a sua volta, ha ampiamente beneficiato delle altre e ne ha tenuto conto.

Sotto quasi tutti gli aspetti, la riforma francese mostra un sorprendente parallelismo con la riforma tedesca di circa 15 anni fa, realizzata attraverso la *Schuldrechtsmodernisierungsgesetz* del 2002 [6] (a cui nella riforma francese si è fatto riferimento, ma solo moderatamente). [7] Ciò è tanto più interessante in quanto questi due Codici – per i sistemi codificati – possono essere considerati

---

ta 7 maggio 2020). Alla fine, questa riforma sembra piuttosto equilibrata, in quanto è il risultato di oltre 300 consultazioni. Essa è stata definita come "un'opera collettiva di tutta la comunità giuridica" in N. MOLFESSIS, '*Droit des contrats: Que vive la réforme*' (2016) *La Semaine Juridique* 321-322, 322.

[6] Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts del 26 novembre 2001, *Bundesgesetzblatt* (Gazzetta Giuridica federale tedesca) 2001 I, 3138. Oggi la legge è oggetto di tutti i commenti *standard* sul *Bürgerliches Gesetzbuch* (Codice civile tedesco). Alcuni dei primi contributi importanti, che in parte influenzano anche la legge stessa, si trovano in S. GRUNDMANN, D. MEDICUS and W. ROLLAND (ed.), *Europäisches Kaufgewährleistungsrecht – Reform und Internationalisierung des deutschen Schuldrechts* (Colonia: Heymanns, 2000); W. ERNST and R. ZIMMERMANN (ed.), *Zivilrechtswissenschaft und Schuldrechtsreform – zum Diskussionsentwurf eines Schuldrechtsmodernisierungsgesetzes des Bundesministeriums der Justiz* (Tubinga: Mohr-Siebeck, 2001); C.-W. CANARIS, '*Die Reform des Rechts der Leistungsstörungen*' (2001) *Juristenzeitung* 499-524; H. SCHULZE and R. SCHULTE-NÖLKE (ed.), *Die Schuldrechtsreform vor dem Hintergrund des Gemeinschaftsrechts* (Tubinga: Mohr-Siebeck, 2001); poi i sondaggi sui primi anni, per esempio (2007) *Neue Juristische Wochenschrift* 1-8; S. LORENZ, '*Schuldrechtmodernisierung – Erfahrungen seit dem 1. Januar 2002*', in E. LORENZ (ed.), *Karlsruher Forum 2005* (Karlsruhe: Versicherungswirtschaft, 2006) 5-138; B. DAUNER-LIEB, '*Drei Jahre Schuldrechtsmodernisierungsgesetz'* (2004) *Anwaltsblatt* 597-601; I. SAENGER and U. KLOCKENBRINK, 'Das "neue" Kaufrecht in der Rechtsprechung 2002-2005' (2006) *Zeitschrift für das Gesamte Schuldrecht* 61-65. In questo diario, si veda già S. GRUNDMANN, '*Germany and the Schuldrechtsmodernisierung 2002*' (2005) 1 *European Review of Contract Law* 128-147; S. GRUNDMANN and F. OCHMANN, '*German Contract Law Five Years After the Fundamental Contract Law Reform in the Schuldrechtsmodernisierung'* (2007) 3 *European Review of Contract Law* 450-467.

[7] Per i riferimenti generali alla riforma tedesca: '*Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations*' (2016) 35 *Journal officiel de la République française*, text n° 25, disponibile sul sito https://www.legifrance.gouv.fr/eli/rapport/2016/2/11/JUSC1522466P/jo/texte (ultima visita 7 maggio 2020); FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 3. Fa brevemente riferimento alla riforma tedesca e definisce l'ordinanza francese "*Professorenrecht* à la française": N. RONTCHEVSKY, '*Les objectifs de la réforme: accessibilité et attractivité du droit français des contrats*' (2016) *Actualité Juridique Contrats d'affaires, Concurrence, Distribution* 111-115, 112. Sottolineano che il CC francese si è mosso "nella direzione della tradizione giuridica tedesca": SMITS e CALOMME, nt. 4 sopra, 10. Mette in discussione l'influenza di altre riforme europee (come la riforma tedesca del 2002): F. LIMBACH, '*Die französische Reform des Vertragsrechts und weitere Rechtsgebiete*' (2016) 4 *Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union* 161-164, 161.

quelli più paradigmatici e più influenti. La riforma francese ha suscitato interesse anche in Inghilterra con il suo sistema di common law [8]. Anche in Italia la riforma francese ha fatto sorgere riflessioni sull'opportunità di una riforma [9]. Il confronto, da diversi punti di vista, delle due riforme del diritto contrattuale in Francia e in Germania è oggetto delle prossime pagine, ma un punto deve essere chiarito fin dall'inizio: la riforma tedesca, anche se realizzata come risposta alla direttiva su taluni aspetti della vendita di beni di consumo [10], non è stata di certo concepita in soli tre anni. Non sarebbe stato possibile se non ci fosse stato un progetto di riforma a lungo termine già negli anni '80, accompagnato da ampie proposte di riforma e discussioni fino agli anni '90 [11]. Il legislatore tedesco ha tratto grande beneficio da queste proposte du-

[8] Si veda in particolare: J. CARTWRIGHT, S. VOGENAUER and S. WHITTAKER (ed.), *Reforming the French Law of Obligations – Comparative Reflections on the Avant-projet de réforme du droit des obligations et de la prescription ('the Avant-projet Catala')* (Oxford: Hart, 2009); J. CARTWRIGHT and S. WHITTAKER (ed.), *The Code Napoléon Rewritten – French Contract Law after the 2016 Reforms* (Oxford: Hart, 2017); P. ROSHER, '*French Contract Law Reform*' (2016) 17 *Business Law International* 59-72.

[9] Si v. ad es. i contributi contenuti nel volume monografico *La riforma del Code Civil,* a cura di G. VETTORI, E. NAVARRETTA, S. PAGLIANTINI, in *Persona e mercato*, I, 2018.

[10] Direttiva 1999/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, su taluni aspetti della vendita e delle garanzie dei beni di consumo, *OJEC* 1999 L 171/12; per quanto riguarda la letteratura su questa misura, si veda M. BIANCA and S. GRUNDMANN (ed.), *EU Sales Directive – Commentary* (Colonia: Schmidt, 2002); G. DE CRISTOFARO, *Difetto di conformità al contratto e diritti del consumatore – l'ordinamento italiano e la direttiva 99/44/CE sulla vendita e le garanzie dei beni di consumo* (Padova: Cedam, 2000); S. PELLET, *La garantie légale des biens de consommation – étude comparée des droits français, anglais et communautaire* (Villeneuve d'Ascg: Presses universitaires du Septentrion, 2003); A. ORTI VALLEJO, *Los defectos de la cosa en la compraventa civil e mercantil. El nuevo régimen jurídico de las faltas de conformidad según la Directiva 1999/44/CE* (Granada: Ed Comares, 2002); T. REPGEN, *Kein Abschied von der Privatautonomie – die Funktion zwingenden Rechts in der Verbrauchsgüterkaufrichtlinie* (Lubecca: Schöning, 2001).

[11] I due volumi più influenti, contenenti proposte di riforma sulla disciplina degli inadempimenti contrattuali e della vendita (orientati alla CISG o costituenti modelli precursori delle riforme) sono: U. HUBER, '*Leistungsstörungen – Empfiehlt sich die Einführung eines Leistungsstörungsrechts nach dem Vorbild des Einheitlichen Kaufgesetzes? Welche Änderungen im Gesetzestext und welche praktischen Auswirkungen im Schuldrecht würden sich dabei ergeben?*', in *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, vol. I (Bonn: Verlag Bundesanzeiger, 1981) 647-910; U. HUBER, '*Kaufvertrag – welche Ergänzungen und Fortentwicklungen sind im Kaufrecht im Hinblick auf die technischen, wirtschaftlichen und juristischen Weiterentwicklungen der Rechtswirklichkeit geboten? Sollten Sonderentwicklungen außerhalb des BGB (Abzahlungsgesetz, Handelskauf, kaufrechtliche Bestimmungen des AGBG) in die Kodifikation eingearbeitet werden?*', in *Gutachten und Vorschläge zur Überarbeitung des Schuldrechts*, vol. I (Bonn: Bundesanzeiger, 1981) 911-950.

rante il processo legislativo della *Schuldrechtsmodernisierung* perché il modello da recepire – la direttiva su taluni aspetti della vendita di beni di consumo – era fortemente improntato al modello internazionale – la Convenzione sulla vendita internazionale di beni (CISG) del 1980 – [12], che ha costituito anche il punto di riferimento delle proposte di riforma degli anni '80. Anche se a prima vista può sembrare sorprendente che una legge comunitaria sul diritto dei consumatori prenda come modello un atto di diritto commerciale internazionale, ciò non è così sorprendente ad un'analisi più approfondita [13] e certamente ha agevolato molto il legislatore tedesco della riforma [14].

Il confronto tra le due riforme procede da una prospettiva più generale ad una più specifica (concentrandosi solo sui passaggi molto rilevanti e non coprendoli tutti). In primo luogo, si mettono a confronto i complessivi processi di riforma, con particolare riguardo agli orientamenti principali che hanno ispirato i legislatori (cfr. sezione 2). Poi, vengono discusse quelle caratteristiche che possono essere viste come il quadro architettonico (cfr. sezione 3), e infine i singoli aspetti rilevanti, prima di tutto relativi alla formazione dei contratti (cfr. sezione 4.1), e poi anche alla "attuazione" del contratto, cioè all'esecuzione, all'inadempimento o anche alla cessione, ecc. (cfr. sezione 4.2). Una tale riforma – e forse ancor più un confronto delle riforme – fa emergere sulla scena europea ciò che, in tempi di mero sviluppo giudiziario – cioè con un percorso di sviluppo meno evidente e più lento – rimane visibile generalmente solo a livello nazionale.

---

[12] United Nations Convention on Contracts for the International Sale of Goods of 11 April 1980, United Nations, Vienna, *Official Records*, 1981, 178. Per un elenco degli Stati che hanno ratificato la convenzione (87 al 12 luglio 2017), si veda https://uncitral.un.org/en/texts/salegoods/conventions/sale_of_goods/cisg/status (ultima visita 7 maggio 2020); si veda anche J. HONNOLD, *Documentary History of the Uniform Law of International Sales* (Boston: Kluwer, 1989); C. M. BIANCA and M. BONELL (ed.), *Commentary on the International Sales Law – the 1980 Vienna Sales Convention* (Milano, Giuffrè, 1987); P. SCHLECHTRIEM and I. SCHWENZER (ed.), *Commentary on the UN Convention on the International Sale of Goods (CISG)* (4ª ed., Oxford: Oxford University Press, 2016).

[13] Su questa somiglianza e sulle conclusioni che si possono trarre da questa somiglianza per quanto riguarda il rapporto tra diritto contrattuale dei consumatori e diritto commerciale, si veda più ampiamente S. GRUNDMANN, '*Consumer Law, Commercial Law, Private Law – how can the Sales Directive and the Sales Convention be so similar?*' (2003) 14 *European Business Law Review* 237-257.

[14] Per l'influenza delle proposte di riforma degli anni '80 ispirate alla CISG su quella del 2002, si veda: U. BÜDENBENDER, '*Das Kaufrecht nach dem Schuldrechtsreformgesetz* (Teil I)' (2002) *Deutsches Steuerrecht* 312-318, 313; si veda anche W. ROLLAND, '*Schuldrechtsreform – Schuldrechtsmodernsisierung Allgemeiner Teil'* (1992) *Neue Juristische Wochenschrift* 2377-2384, 2380.

2. *Portata e idee.*

2.1. *Rivitalizzazione di vecchi codici e reintegrazione di atti minori separati.*

È stato spesso sottolineato che il *Codice Civile francese* (CC) non è stato praticamente riformato nel suo regime sui contratti e sulle obbligazioni dal 1804 o lo è stato solo marginalmente [15]. Diverso è il caso del diritto di proprietà, dei testamenti, delle proprietà immobiliari e del diritto di famiglia [16]. È stato anche spesso sottolineato che il grande Codice è rimasto quindi al margine degli sviluppi del diritto contrattuale e del diritto delle obbligazioni – sviluppi importanti dal punto di vista pratico che spesso sono stati realizzati attraverso specifici interventi legislativi. Il Codice è rimasto elegante, ma in tal modo – e in una certa misura – è diventato anche "legge morta" [17]. La riforma francese apre così una nuova area.

Il *Codice Civile tedesco*, essendo più giovane di un secolo, aveva condiviso questo destino prima della riforma del 2002, anche se in misura minore. Riforme frequenti e profonde avevano riguardato soprattutto i contratti rilevanti dal punto di vista sociale – come i contratti di locazione – [18] ma si erano veri-

---

[15] Per una dichiarazione ufficiale sulla 'Genèse de la réforme' si v. il '*Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations*' (2016) 35 *Journal officiel de la République française*, text n° 25. Si veda anche C. KLEIN, '*Die Vertragsrechtsreform in Frankreich'* (2016) *Recht der internationalen Wirtschaft* 328-331, 328; MOLFESSIS, nt. 5 sopra, 321. Per una prospettiva pre-riforma si veda FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 2.

[16] Si veda C. ASFAR-CAZENAVE, '*La réforme du droit français des contrats*' (2015) *Revue juridique Thémis de l'Université de Montréal* 717-755, 725; SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 7; MOLL e LUKE, nt. 2 sopra, 43.

[17] In questo senso, in particolare, SMITS e CALOMME, nt. 4 sopra, 3 *et seq*.

[18] Il carattere sociale del diritto di locazione tedesco è stato messo in atto attraverso diverse riforme, in particolare il "Lücke Plan" del 1960, terza legge di modifica della legge locativa del 1967 ('Drittes Mietrechtsänderungsgesetz'), la prima e la seconda legge sulla protezione degli alloggi residenziali del 1971 e 1974 ('Erstes und Zweites Wohnraumkündigungsschutzgesetz') e la riforma della legge sulle locazioni del 2001 ('Mietrechtsreformgesetz'): M. HÄUBLEIN, in F. J. SÄCKER, R. RIXECKER, H. OETKER and B. LIMPERG (ed.), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 3* (8ª ed, Monaco di Baviera: Beck, 2020) Vor § 535 comma 59-68, specialmente 59-66; B. MARKESINIS, H. UNBERATH and A. JOHNSTON, *The German Law of Contract - A Comparative Treatise* (2nd ed, Oxford: Hart, 2006) 533 *et seq*. Per una spiegazione dettagliata dell'impatto della riforma del 2002 sulla disciplina tedesca in materia di locazione: F. G. VON WESTPHALEN, '*Mietrecht und Schuldrechtsreform'* (2002) *Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht* 368-377, 368.

ficati anche altri interventi [19]. Per molti decenni, Francia e Germania hanno condiviso la tendenza alla decodificazione, ovvero il recepimento delle direttive CE in singoli atti e decreti specifici.

Una differenza importante è stata però che la Francia, con il *Code de la consommation* [20], era già andata nella direzione di una certa ricodificazione – tendenza proseguita successivamente. In tal modo, la Francia ha sviluppato nuovamente il suo ruolo di precursore nella codificazione – a spese, tuttavia, della vecchia codificazione napoleonica e della realizzazione di un'unità, potenzialmente auspicabile, del diritto dei contratti (sul tema della separazione o dell'unificazione tra diritto dei contratti e diritto dei consumatori, si veda la sezione 3.2 qui di seguito). Senza l'emanazione di un *Code de la consommation*, il Codice civile francese avrebbe potuto essere riformato prima. In misura minore, la Germania ha conosciuto uno sviluppo simile. Con l'emanazione della *legge (tedesca) sulle clausole contrattuali abusive* – nonostante il fatto che questa legge non sia stata concepita come una vera e propria legge del consumo in Germania – [21] anche in Germania c'è stato un atto più coerente per almeno un settore nuovo, molto rilevante dal punto di vista pratico e con una

[19] Altre riforme importanti per il diritto contrattuale tedesco - oltre al diritto di locazione - sono state la legge sulle clausole contrattuali abusive del 1976 ('Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen') e la legge sui contratti di viaggio del 1979 ('Reisevertragsgesetz'). Anche altri settori del diritto del Codice Civile tedesco sono stati oggetto di riforme, in particolare il diritto di famiglia tedesco. Per maggiori informazioni consultare: F. J. SÄCKER, in F. J. SÄCKER, R. RIXECKER, H. OETKER and B. LIMPERG (ed.), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 1* (8ª ed, Monaco di Baviera: Beck, 2018) Introduzione 15-23; MARKESINIS, UNBERATH and JOHNSTON, nt. 18 sopra, 533.

[20] *Code de la consommation*, che ha avuto origine da Loi n° 78-22 du 10 janvier 1978 relative à l'information et à la protection des consommateurs dans le domaine de certaines opérations de crédit. Su questo sviluppo, in una prospettiva attuale, si veda FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 2; dal punto di vista tedesco C. SZÖNYI, '*Das französische Werbe- und Verbraucherrecht – Bemerkungen zum Code de la consommation*' (1996) *Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht Internationaler Teil* 83-98, 83.

[21] La logica della legge sulle clausole contrattuali abusive è diversa in Germania e in Francia. Mentre in Francia esiste ancora l'idea di un potere contrattuale diseguale e persino eccessivo che giustifica misure di tutela a favore dei consumatori, in Germania la logica è piuttosto quella di tutelare quella parte del contratto che si trova in posizione di maggiore svantaggio per quanto riguarda l'informazione e i costi dell'informazione. Si veda M. ADAMS, '*Ökonomische Begründung des AGB-Gesetzes – Verträge bei asymmetrischer Information*', 1989 *Betriebsberater*, 781-788, 787; E. G. FURUBOTN, R. RICHTER, *Institutions and Economic Theory – The Contribution of the New Institutional Economics* (2nd ed., Ann Arbor, University of Michigan Press, 2005), 241-246; H.-B. SCHÄFER, C. OTT, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts* (5ª ed., Berlin, Springer, 2012), 552-555 – che, *inter alia,* giustifica la tutela anche delle imprese. Si veda anche sotto la sezione 3.2.

dimensione fortemente "sociale". Per quanto riguarda la portata della sua applicazione, questa legge ha presto raggiunto il diritto contrattuale del Codice Civile: infatti, il numero di cause decise in 25 anni dalla sua esistenza è paragonabile a quello relativo al (rimanente) diritto contrattuale del Codice Civile nel suo complesso [22]. Il profilo più importante della *Schuldrechtsmodernisierung*, i.e. l'integrazione del diritto dei consumatori nel *BGB* nel 2002, sarà trattato separatamente (cfr. sotto sezione 3.2).

2.2. *Risposte innovative e diversificate agli sviluppi internazionali.*

Le due riforme *rispondono entrambe agli sviluppi internazionali*, nonostante il fatto che alcuni vedano in questo movimento di riforma nazionale un passo indietro rispetto ad un'agenda di armonizzazione, unificazione o europeizzazione [23]. Il punto di riferimento, tuttavia, è un altro.

Mentre la riforma tedesca è stata fondata sulla generalizzazione degli atti giuridici internazionali o sovranazionali più importanti allora esistenti – uno sviluppo di per sé notevole –, la riforma francese ha un modello internazionale più diffuso e un obiettivo più ambizioso. La *Schuldrechtmodernisierung* tedesca ha recepito la direttiva CE sulle vendite del 1999 nella parte generale del diritto delle obbligazioni/contratti – ampliandone così il campo di applicazione in due modi: dai contratti del consumatore a tutti i contratti, e dai contratti di vendita a tutti i tipi di contratti [24]. Questo passo non solo ha ampliato il

[22] Indica le sentenze e le confronta con la giurisprudenza relativa alle altre parti del diritto civile: H. HEINRICHS, '*Die Entwicklung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen im Jahre 1993'* (1994) *Neue Juristische Wochenschrift* 1380-1432, 1380. Nel diritto comunitario, la direttiva CE concernente le clausule abusive nei contratti stipulati con i consumatori è alla base di oltre la metà dei casi di diritto contrattuale; si veda l'indagine giurisprudenziale di H. MICKLITZ e B. KAS., '*Overview on cases before the CJEU on European Consumer Contract Law (2018-2013) Part I and II*' 10 (2014) *European Review of Contract Law* 1-63 e 189-257.

[23] Osserva che – "tra le righe" – la Francia cerca di influenzare l'Europa e il mondo (anziché lasciarsi influenzare dall'Europa e dal mondo): M. G. CASAS, '*Die causa-Lehre in der französischen und argentinischen Privatrechtsreform*' (2017) *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 68-101, 75. Sottolinea l'importante fatto che il CC francese ha notevolmente perso influenza (ritenendo deplorevole l'importanza di questo fatto nel corso della riforma francese): M. SÉJEAN, '*The French Reform of Contracts: An Opportunity to Tie Together the Community of Civil Lawyers'* (2016) 76 *Louisiana Law Review* 1151-1161, spec. 1151-1154.

[24] La riforma tedesca è stata quindi presa in considerazione per seguire l'approccio di una

campo di applicazione della direttiva CE sulle vendite, ma ha anche fatto entrare indirettamente in gioco la CISG. Non solo questa convenzione, pur essendo stata concepita per la vendita (commerciale), doveva servire da modello internazionale per il contratto più in generale, ma allo stesso tempo la *Schuldrechtmodernisierung* tedesca ha realizzato uno strano tipo di reintegrazione. Mentre la direttiva 1999/44 CE era stata coniata principalmente sui modelli che si trovano nella CISG, essa aveva un campo d'applicazione soggettivo diverso, limitandosi alle vendite ai consumatori. Estendendo il campo di applicazione a tutti i contratti, la *Schuldrechtsmodernisierung* ha fatto sì che il modello si applicasse anche ai contratti commerciali, cioè all'oggetto della CISG. La riforma ha generalizzato e quindi esteso il modello anche, in parte, a tutti i contratti C2C e P2P.

La riforma francese ha assunto altri modelli internazionali, relativi alle misure di soft law ("principi") sviluppati sulla base della CISG e della direttiva CE sulle vendite: si tratta cioè di forme di sviluppo progressivo e di un adattamento alle più moderne linee di pensiero. Ciò si riferisce ai cosiddetti principi della Commissione Lando, ai principi Unidroit, e anche ai PECL/CESL [25] – anche se la riforma francese è ben lungi dall'essere un mero adattamento di questi principi. Infatti, la riforma francese vuole esplicitamente *entrare nella competizione tra le legislazioni* [26]. Ha senso, quindi, cercare di attingere anche alle fonti più moderne, convincenti (o a ciò che è visto come tale) e internazionali – anche per rendere il diritto francese più facilmente comprensibile e compatibile con la pratica internazionale (che si intende indurre ad utilizzare più spesso il diritto francese). Così, pur non attenendosi rigorosamente a queste fonti di ispirazione, la riforma francese le prende chiaramente come una

'soluzione larga' ('große Lösung'): B. DAUNER-LIEB, '*Die Schuldrechtsreform - Das große juristische Abenteuer'* (2001) *Deutsches Steuerrecht* 1572-1576, 1572; H. DÄUBLER-GMELIN, '*Die Entscheidung für die so genannte Große Lösung bei der Schuldrechtsreform - Zum Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Schuldrechts*' (2001) *Neue Juristische Wochenschrift* 2281-2289, spec. 2281-2284.

[25] Menziona queste fonti nel contesto di un movimento generale di armonizzazione del diritto contrattuale: 'Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations' (2016) 35 *Journal officiel de la République française*, text n° 25. Riconosce l'influenza dei forum europei e internazionali sulla riforma francese: Asfar-Cazenave, n. 16 sopra, spec. 717 and 728.

[26] Fanno riferimento al "Doing business in 2004: Understanding regulations" della Banca Mondiale, in cui il regime francese si è classificato solo al 44° posto nel confronto internazionale: SMITS, CALOMME, nt. 4 sopra, 4. Discute in modo molto dettagliato il contesto della (non) competitività del regime francese: SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 17.

linea guida cui viene data seria considerazione [27]. In sostanza, le caratteristiche principali volte ad aumentare l'interesse per il diritto francese sono individuate nella migliore accessibilità (v'è infatti un'opera di riorganizzazione della sostanza e di codificazione degli aspetti fondamentali della giurisprudenza consolidata) e – ancor più, in via di principio – nell'insistenza su strumenti che favoriscono l'uguaglianza sostanziale delle parti contrattuali [28].

Una questione generale in questo contesto sembra essere quella relativa al modo in cui questi sviluppi debbano essere interpretati rispetto all'elaborazione di un diritto contrattuale europeo. Due interpretazioni sembrano plausibili. Potrebbe essere visto come un nuovo passo verso un maggiore particolarismo – dopo il fallimento del CESL come proposta legislativa – [29] il fatto che i Codici principali siano stati riformati in modo indipendente, avendo ciascuno di essi imboccato una strada propria. Tuttavia, si può anche notare che – mentre il provvedimento più generale per un diritto contrattuale europeo non è stato adottato – le due principali giurisdizioni / codici, per stile e contenuti, non solo si sono avvicinate l'una all'altra, ma hanno anche tratto ispirazione e spinta riformatrice da modelli internazionali, tutti fortemente legati tra loro.

3. *Profili principali della struttura architettonica.*

Per quanto riguarda i profili principali che influenzano il diritto dei contratti in generale, uno di questi pare emergere nella riforma francese (cfr. sottosezione 1) e un altro in quella tedesca (cfr. sottosezione 2). La differenza nella scelta è rivelatrice in quanto è chiaramente in linea con alcune caratteristiche principali di entrambi i codici/giurisdizioni. Inoltre – anche "a livello generale" – i legislatori di entrambe le riforme hanno sostanzialmente modificato il

[27] Si veda LIMBACH, nt. 7 sopra, 161. Individua tre fonti di ispirazione "dall'alto", "dal basso" e "dai lati": DOWNE, nt. 2 sopra, 44.

[28] Gli obiettivi principali sono quelli di "intelligibilità, prevedibilità e attrattività": SÉJEAN, nt. 23 sopra, 1153. Sottolinea tre obiettivi della riforma, ovvero "semplicità, efficacia e protezione": DOWNE, nt. 2 sopra, 45 *et seq*. Riconosce l'obiettivo della leggibilità ('lisibilité'), ma considera l'impatto e l'importanza dell'interpretazione giuridica sulle nuove disposizioni del CC francese: T. MASSART, '*Le droit des sociétés et la réforme du droit des contrats*' in T. MASSART, M. CAFFIN-MOI, E. SCHLUMBERGER, M. BUCHBERGER, J.-F. HAMELIN, S. BAHBOUHI AND S. DOCQ, (2016) 147 *Actes pratiques et ingénierie sociétaire* 1-110, 2.

[29] La proposta è stata ufficialmente ritirata dalla Commissione UE (nel suo programma di lavoro annuale per il 2015) il 16 dicembre 2014. Per informazioni generali si veda: http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-connected-digital-single-market/file-common-european-sales-law (ultima visita 7 maggio 2020).

loro regime in materia di inadempimento – non sempre allo stesso modo, ma in modo parallelo (cfr. sottosezione 3).

3.1. *Il ruolo generale della buona fede.*

Poiché il vecchio Codice Civile francese risale ad un'epoca rivoluzionaria, ma anche liberale, e poiché la maggior parte dei contenuti "sociali" del diritto contrattuale moderno sono stati piuttosto integrati in altre leggi – l'esempio più importante, naturalmente, è il Code de la consummation –, uno sviluppo è particolarmente significativo. Si tratta dello sviluppo del principio di buona fede (*principe de bonne foi*) che da regola relativa alla sola materia dell'esecuzione dei contratti diventa principio generale del diritto contrattuale nel suo complesso. Così, una volta che il Codice doveva essere riformato, la tendenza principale doveva logicamente essere quella connessa ai principali sviluppi del XX secolo. Si tratta in particolare della tendenza verso più "olio sociale" (Otto von Gierke) o "giustizia sociale" [30].

Prima della riforma, il Codice prevedeva un dovere di buona fede nella fase di esecuzione. Ciò, tuttavia, non è molto più che un principio di "pacta sunt servanda", accompagnato dall'idea che i contratti non devono essere letti troppo alla lettera – un'idea universalmente accettata in tutte le principali giurisdizioni del continente. Così, il diritto civile francese non si discostava molto rispetto alla buona fede emergente in una prospettiva di diritto comparato in Europa. [31] Il che è, d'altra parte, in linea con la posizione liberale secondo cui

[30] Per la famosa critica secondo cui al momento dell'emanazione del Codice Civile tedesco mancava il necessario "sorso di olio sociale/socialista", si veda O. VON GIERKE, *Die soziale Aufgabe des Privatrechts* (Berlin/Heidelberg: Springer, 1889). Sui valori sociali e sulla protezione delle parti più deboli e contro "solo" il fallimento del mercato come principale orientamento dello sviluppo del diritto civile in Europa, si veda S. GRUNDMANN, 'The Future of Contract Law' (2011) 7 *European Review of Contract Law* 490-527.

[31] Il "principe de bonne foi" francese è la vera fonte del principio tedesco di "Treu und Glauben": SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 19 *et seq*. Per una panoramica (piuttosto dettagliata) sulla buona fede in un contesto europeo e internazionale: C. SCHUBERT, in F. J. SÄCKER, R. RIXECKER, H. OETKER and B. LIMPERG (ed.), *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2* (8ª ed, Monaco di Baviera: Beck, 2019) § 242 cpv. 150-165. Indaga sul ruolo della buona fede nel diritto contrattuale europeo considerando PECL, UNIDROIT e CISG: O. LANDO, '*Is Good Faith an Over-Arching General Clause in the Principles of European Contract Law?*' (2007) 15 *European Review of Private Law* 841-853. Riconoscono il carattere ampio e generale dell'art. 2 CESL ('Good faith and fair dealing'): S. WHITTAKER and K. RIESENHUBER, 'Conceptions of Contract', in G. DANNEMANN e S. VOGENAUER (ed.), *The Common*

l'ordine dello Stato non dovrebbe interferire, o dovrebbe interferire poco, con la formazione e la definizione dei contratti.

La riforma ha cambiato questo approccio sia nell'art. 1104 che nell'art. 1112 del nuovo CC francese [32]. Il principio della buona fede riguarda ora la formazione del contratto, l'interpretazione e tutta la fase precontrattuale con i suoi problemi. Ciò costituisce un significativo allontanamento dal vecchio modello liberale, perché l'applicazione di tale principio generale alla formazione del contratto legittima un controllo più approfondito degli accordi tra le parti ed è possibile una maggiore reinterpretazione della volontà delle parti [33]. L'abbondante giurisprudenza tedesca sull'applicazione della buona fede alla formazione e all'interpretazione dei contratti illustra splendidamente questa affermazione [34]. Inoltre, la "codificazione" di un regime relativo alla fase precontrattuale e ai suoi obblighi costituisce uno sviluppo fondamentale [35]. Anche

European Sales Law in Context: Interactions with English and German Law (Oxford: Oxford University Press, 2013) 120-159, 156 *et seq*. Per una prospettiva europea prima del CESL si veda: M. W. HESSELINK, '*The Concept of Good Faith'*, in A. S. HARTKAMP, M. W. HESSELINK, E. H. HONDIUS, C. MAK and C. E. DU PERRON (ed.), *Towards a European Civil Code* (4ª ed., Nimega e L'Aia, Londra, Boston: Kluwer Law International, 2010) 471-498 (Capitolo 27), spec. 476-478.

[32] L'art. 1104 del nuovo CC francese recita: *Les contrats doivent être négociés, formés et exécutés de bonne foi. Cette disposition est d'ordre public. (Contracts must be negotiated, formed and performed in good faith. This provision is a matter of public policy.)*. L'art. 1112 nuovo CC francese (cpv. 1) recita: *L'initiative, le déroulement et la rupture des négociations précontractuelles sont libres. Ils doivent impérativement satisfaire aux exigences de la bonne foi. (Le trattative precontrattuali possono essere avviate, condotte e interrotte liberamente. Essi devono assolutamente soddisfare i requisiti della buona fede.)*. Per la letteratura su entrambe le disposizioni, si vedano i riferimenti nelle prossime note a piè di pagina; per il concetto di buona fede nella riforma francese più in generale, si veda ASFAR-CAZENAVE, nt. 16, 729 *et seq*.

[33] Fa notare che alcune autorità temono che la discrezionalità dei tribunali possa essere anche troppo ampia (soprattutto per il fatto che il CC francese non contiene una definizione di buona fede) Rowan, n. 4 sopra, 10. Per ulteriore letteratura sull'art 1104 nuovo CC francese: M. BUCHBERGER, in MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI e DOCQ, nt. 28 sopra, 51; KLEIN, nt. 15 sopra, 328.

[34] Sulla densità della giurisprudenza (a causa del ruolo della disposizione come "punto di partenza" per l'ingegneria giudiziaria e il rafforzamento delle istituzioni): SCHUBERT, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 242 cpv. 22-27. Collegano il 10% di tutte le cause della Corte di Cassazione tedesca all'art. 242 nuovo CC tedesco: D. LOOSCHELDERS e D. OLZEN, in J. VON STAUDINGER, D. LOOSCHELDERS e G. SCHIEMANN (ed.), *Staudinger BGB – §§ 241-243* (15ª ed., Berlino: Sellier – De Gruyter, 2014) § 242 cpv. 79.

[35] C'era già stata una giurisprudenza considerevole; la codificazione risulta quindi meno nuova nella sostanza di quanto ci si aspettasse a prima vista e ciò è coerente con l'intenzione

in questo caso, tuttavia, ciò non va oltre lo stato dell'arte già raggiunto dal Codice Civile tedesco. Un altro aspetto, che è stato fondato in Germania sul principio della buona fede, fintantoché il punto non è stato oggetto di codificazione, è la teoria della *clausula rebus sic stantibus*, che va nella stessa direzione, ma che, per la sua importanza, sarà ripresa separatamente (cfr. infra sezione 4.2.b). Nel complesso, il potente aggiornamento del principio della buona fede nella riforma francese non ha comportato solo la spinta di un diritto privato "socialmente rafforzato" del XX secolo verso un codice civile che era stato formulato un secolo prima. Ha anche portato a una situazione in cui i due Codici paradigmatici risultano talmente simili da far emergere chiaramente un approccio comune paneuropeo in questa importante questione (anche il Codice italiano sembra molto simile) [36].

3.2. *L'unità del diritto contrattuale.*

Il profilo della riforma tedesca che – sia nella sua importanza che nella sostanza – è maggiormente paragonabile all'aggiornamento del principio della buona fede nella riforma francese è l'integrazione delle norme (allora ancora sparse) sui contratti dei consumatori nel codice civile tedesco – e si dovrebbe aggiungere: e non in un codice di diritto del consumo (sostenuto anche da alcuni autori) [37]. La discussione principale all'epoca, tuttavia, non riguardava l'opportunità dell'adozione di un Codice di diritto del consumo o meno, ma riguardava l'opportunità di realizzare l'integrazione di questa disciplina [38].

---

generale di rendere il Codice più leggibile, codificando la giurisprudenza di base. Per una panoramica dell'art. 1112 nuovo CC francese si veda: N. DISSAUX e CH. JAMIN, *Réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, Art. 1112 Code Civil* (Paris: Dalloz, 2016); MOLL e LUKE, nt. 2 sopra, 44.

[36] Per il ruolo preminente che il principio della buona fede riveste nel diritto privato italiano come concetto generale, si veda, ad esempio, M. BARCELLONA, *Clausole generali e giustizia contrattuale. Equità e buona fede tra codice civile e diritto europeo* (Torino: Giappichelli, 2006).

[37] Per la discussione sull'integrazione del diritto dei consumatori nel CC tedesco, si veda H.-W. MICKLITZ, T. PFEIFFER, K. TONNER e A. WILLINGMANN (ed.), *Schuldrechtsreform und Verbraucherschutz* (Baden-Baden: Nomos, 2001). Un tentativo più recente non ha avuto successo: H.-W. MICKLITZ, 'Gutachten [Parere degli esperti] Teil A: Brauchen Konsumenten und Unternehmen eine neue Architektur des Verbraucherrechts?' *69a Convegno degli avvocati tedeschi (Deutscher Juristentag – DJT)*, vol. I (Monaco di Baviera: Beck, 2012) A1-A129, spec. A25, A117.

[38] Sostiene tale integrazione, ad esempio, W.-H. ROTH, 'Europäischer Verbraucherschutz

L'integrazione non era resa necessaria dal compito di recepire la direttiva su taluni aspetti della vendita di beni di consumo. Pertanto, questo aspetto della riforma tedesca – insieme alla generalizzazione del modello di disciplina dell'inadempimento (cfr. sezione 2.2) – costituisce la scelta veramente innovativa e autonoma del legislatore tedesco. Durante la prima fase dei dibattiti relativi al recepimento, tale integrazione non era ancora all'ordine del giorno. Tuttavia, essa è stata poi fortemente sostenuta in una prima (piccola) conferenza sulla direttiva e sul suo recepimento, in particolare sullo sfondo internazionale della riforma, a Halle-Wittenberg [39]. Probabilmente le argomentazioni più forti e quelle più positive al riguardo sono state le seguenti tre (si veda la dottrina citata nelle ultime due note). (i) Integrando il diritto dei consumatori nel Codice Civile, esso ramo di diritto viene reso più accessibile e quindi "aggiornato", *divenendo oggetto di trattazione nei commenti più importanti e probabilmente anche da parte dei commentatori più importanti*. Inoltre, ciò impone di valutare – più direttamente, volta per volta – se una certa norma debba favorire solo i consumatori o se debba essere considerata come una regola di diritto privato generale (e di protezione di tutti). (ii) Il diritto dei consumatori – in sostanza – non è così diverso – nei modelli – dal diritto contrattuale generale, come dimostra il semplice fatto che sia la CISG che la direttiva su taluni aspetti della vendita di beni di consumo sono "così simili". Le differenze principali risiedono probabilmente, dal punto di vista del diritto sostanziale, nel minore livello di informazione dei consumatori e quindi nell'importanza molto maggiore degli obblighi di informazione (ma non dei doveri e delle regole sostanziali) e, naturalmente, anche nei rimedi procedurali. (iii) La mancata integrazione del diritto dei consumatori porterebbe a far sì che la maggior parte dello sviluppo degli ultimi decenni – ossia quello innescato da-

und BGB' (2001) *JuristenZeitung* 457-490, 487 *et seq*; e GRUNDMANN (v. prossime note a piè di pagina). Si oppone a questa scelta, per esempio, H. DÖRNER, *'Die Integration des Verbraucherrechts in das BGB'* in H. SCHULTE-NÖLKE, R. SCHULZE (ed.), *Die Schuldrechtsreform vor dem Hintegrund des Gemeinschaftsrechts* (Tubinga: Mohr-Siebeck, 2001) 177-188, spec. 179 *et seq*.

[39] Si veda GRUNDMANN, MEDICUS e ROLLAND, nt. 6; per altri convegni successivi, si vedano anche i riferimenti n. 6; per il mio contributo, poi, pubblicato in inglese in una versione specificamente incentrata sulla questione qui discussa e notevolmente ampliata: si veda GRUNDMANN, nt. 13, 237-257; molto influente su questo argomento una grande monografia pubblicata pochi anni prima: J. DREXL, *Die wirtschaftliche Selbstbestimmung des Verbrauchers: eine Studie zum Privat- und Wirtschaftsrecht unter Berücksichtigung gemeinschaftsrechtlicher Bezüge* (Tubinga: Mohr-Siebeck, 1998); si veda anche J. DREXL, 'Verbraucherrecht, Allgemeines Privatrecht, Handelsrecht', in P. SCHLECHTRIEM (ed.), *Wandlungen des Schuldrechts* (Tubinga: Mohr-Siebeck, 2002) 97-151, 105.

gli atti di diritto comunitario – avvenga al di fuori del codice civile (tedesco), lasciandolo così obsoleto e privo di possibilità di sviluppo. L'integrazione del diritto dei consumatori nel Codice Civile tedesco – in contrasto con il *Code de la consommation* e il suo ruolo preminente lasciato intatto nella recente riforma francese – sembra significativa anche per le caratteristiche generali dello sviluppo del diritto civile in entrambi i paesi. In Francia, naturalmente, non v'è la concezione, caratteristica dell'ordinamento statunitense, in virtù della quale la materia dei contratti dei consumatori non costituisce un vero e proprio "diritto contrattuale" [40]. V'è, invece, l'opinione che la protezione dei consumatori sia fortemente necessaria perché i consumatori sono fondamentalmente diversi dagli altri soggetti di diritto privato – nelle loro capacità e nel loro bisogno di protezione [41]. Al contrario, in Germania, gli istituti fondamentali – come il controllo delle clausole contrattuali abusive – si applicano a tutti i soggetti di diritto privato (anche se in modo differenziato) [42] e lo stesso può dirsi (fin dall'inizio) per la clausola della buona fede. Pertanto, il sistema si fonda su una varietà di diverse sfumature di protezione, più che su nette distinzioni. Dato che questi due modelli sono ormai prevalenti in ambito europeo, ancora una volta, gli sviluppi non possono essere considerati connessi esclusivamente ad un contesto nazionale. Dovrebbero piuttosto essere visti come un importante laboratorio di idee di riferimento anche nel contesto europeo – soprattutto se si considera anche il modello italiano, in cui un grande

[40] Si veda, ad esempio: K. GUTMAN, '*The Development of Consumer Law in the US: Comparisons with the EU Experience'* (2012) *Journal of European Consumer and Market law* 212-223, 213 *et seq*. Questo punto di vista negli Stati Uniti può tuttavia essere influenzato dal forte presupposto che nel diritto contrattuale qualsiasi informazione fornita esonera dalla responsabilità sul punto, un presupposto che gli avvocati dei consumatori vogliono evitare. Si veda, ad esempio, O. BEN-SHAHAR, '*The myth of the 'opportunity to read' in contract law'* (2007) 3 *European review of contract law*, 1-28, 7-9 e 13-28.

[41] Per una classificazione del consumatore come una delle "parties les plus faibles", in Francia, si veda ad esempio: P. SIRINELLI, '*L'équilibre dans le contenu du contrat'* (2016) *Revue Dalloz IP/IT (Droit de la propriété intellectuelle et du numérique)* 240-244. Per una descrizione dello sviluppo francese del ruolo del consumatore (nel senso di un soggetto bisognoso di protezione): SZÖNYI, nt. 20 sopra, 83 *et seq*.

[42] Sull'ampio campo di applicazione (e il suo sfondo storico): J. BASEDOW, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 305 cpv. 4; l'ampio campo di applicazione è stato giustificato principalmente dal fatto che anche i clienti professionali possono essere soggetti a problemi di asimmetrie informative - rispetto a colui che stabilisce le condizioni contrattuali. Si veda più in dettaglio M. ADAMS, *'Ökonomische Begründung des AGB-Gesetzes – Verträge bei asymmetrischer Information' Betriebs-Berater* 1989, 781, 787; e dal punto di vista economico H.B. SCHÄFER e C. OTT, *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts* (5ª ed, Berlino/Heidelberg: Springer, 2012) 478-480.

Codice conteneva aspetti civili, commerciali e di consumo (oltre che di diritto societario e del lavoro), ma poi il sistema è stato scisso per adottare un Codice del Consumo [43].

3.3. *Il regime di base sull'inadempimento del contratto.*

Sarebbe necessario un intero articolo per confrontare in dettaglio il nuovo regime francese sulla violazione degli obblighi contrattuali con quello introdotto in Germania dalla *Schuldrechtsmodernisierung* nel 2002. La disciplina dell'inadempimento del contratto è una parte fondamentale di qualsiasi diritto contrattuale. Tuttavia, in questo contesto deve essere sufficiente uno schizzo molto approssimativo per fare un confronto.

La rimodulazione del regime sulla violazione del contratto è stata probabilmente più importante per il legislatore tedesco nel 2002 che per il progetto di riforma francese. Il regime tedesco precedente era particolarmente complicato e insoddisfacente [44]. Esso era caratterizzato dalla definizione di una moltitudine di forme di inadempimento, che sono state poi oggetto di un regime eccessivamente complesso in materia di termini di prescrizione (che andavano dai 6 mesi ai 30 anni), innescando così numerose controversie nella pratica. Si trattava principalmente di controversie sulla precisa delimitazione di questi regimi – nonostante il fatto che tutte queste forme fossero funzionalmente molto simili tra loro, trattandosi sempre di deviazioni dal "piano" originario dell'accordo. Al contrario, il modello della CISG era sorprendentemente semplice. Esso limitava di fatto la gamma dei rimedi e delle forme di violazione a due: la richiesta di risarcimento dei danni e la rescissione. Un rimedio era calcolato sul danno effettivo e (poteva) richiedere una colpa, l'altro costituiva so-

[43] La genesi del Codice del Consumo nasce da un significativo disaccordo sul suo rapporto con il Codice Civile, anche a livello istituzionale. Si veda E. MINERVINI, *Dei contratti del consumatore in* generale[3], Torino, Giappichelli, 2014, 28-30. Per un esempio di disaccordo dottrinale, si veda P. SIRENA, '*Il Codice civile e il diritto dei consumatori*' 21(5-II) *Nuova giurisprudenza civile commentata* 2005, 277-281 e S. PATTI, '*Il Codice civile e il diritto dei consumatori. Postilla*' 21(5-II) *Nuova giurisprudenza civile commentata* 2005, 282-287. Sembrerebbe che questa scelta abbia costituito l'esempio più eminente nel diritto privato italiano di quella che N. Irti aveva chiamato l'età della decodificazione – molto prima che questa scelta fosse adottata: Si v. N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, Giuffrè, 1978.

[44] Si veda più in dettaglio su quanto segue, con ampi riferimenti: S. GRUNDMANN, '*Regulating Breach of Contract – The Right to Reject Performance by the Party in Breach*' (2007) 3 *European Review of Contract Law* 121-149; S. GRUNDMANN (2005), nt. 6 sopra, 128-147.

lo una forma di scioglimento del contratto (con restituzione di tutto ciò che era stato ricevuto) e non richiedeva alcuna colpa (con un'eccezione solo in casi inattesi – e rari – di forza maggiore). Una delle principali incertezze di questo regime riguardava la definizione del presupposto della rescissione. L'idea di partenza è che questo rimedio sia una soluzione gravosa, soprattutto per il venditore, che non solo perde il guadagno del contratto (spesso circa il 30% del prezzo), ma riceve anche il bene / servizio indietro (con una riduzione, talora elevata, del suo valore, per via dell'uso) e può dover sostenere i costi di restituzione (trasporto, rimozione e reinstallazione di beni sostitutivi). Pertanto, l'ammissione della rescissione costituisce una soluzione costosa, nonché un forte incentivo per ciascuna parte, ma soprattutto per il venditore/fornitore di servizi, a rispettare gli obblighi previsti dal contratto. Ai sensi dell'art. 24, dell'art. 49, par. 1, lett. a), dell'art. 51, dell'art. 64, par. 1, lett. a), dell'art. 72, par. 1 e dell'art. 73 CISG, il presupposto di applicazione consiste in un "inadempimento essenziale", che tradizionalmente è inteso come l'inadempimento che priva la parte lesa dei benefici che il contratto intendeva realizzare. Se fissare il livello per l'attivazione della rescissione a un livello così elevato può essere ragionevole per i contratti internazionali – viste le lunghe distanze – resta però da risolvere una questione. Si tratta di stabilire se si debba aprire una seconda via verso la rescissione, in particolare attraverso un "avvertimento" sufficientemente chiaro della parte inadempiente. L'art. 3 della direttiva CE su taluni aspetti della vendita di beni di consumo (nella sua corretta interpretazione) e, molto chiaramente, il diritto tedesco – per tutto il diritto contrattuale – rispondono a questa domanda in senso positivo (si veda l'art. 283 e 323 CC tedesco). A meno che il difetto non sia "minore" – un caso che non è così difficile da delineare –, ciascuna parte ha sempre il diritto di fissare un termine "ragionevole" alla parte inadempiente – per qualsiasi tipo di violazione – e di rescindere il contratto dopo la scadenza di tale termine. La logica alla base del regime è questa. Esso garantisce in larga misura la certezza del diritto (la delimitazione sia del concetto di violazione "minore" che di quello di "ragionevolezza" del termine non è così difficile) e, d'altra parte, aggiunge forti incentivi per la parte inadempiente a conformarsi. Ciò rende quindi più probabile una piena e corretta esecuzione, offre certezza allo status del contratto ed evita, in larga misura, le difficoltà di provare i danni (o, meglio, il loro esatto ammontare). Come già accennato, questo regime – ripreso dalla CISG, ma aggiornato per ciò che riguarda il profilo richiamato – era talmente importante per il legislatore tedesco che è stato formulato come un regime generale per tutti i contratti, come il cuore stesso dell'intero regime sull'inadempimento del contratto.

L'impatto della riforma francese può essere illustrato dalle modifiche ap-

portate in materia di inadempimento contrattuale. La situazione giuridica precedente la riforma potrebbe essere paragonata a un labirinto [45], mentre la situazione giuridica attuale è chiaramente più strutturata [46]. La sezione 5 ("L'inexécution du contrat") del nuovo CC francese comprende tutti i possibili rimedi negli artt. 1217-1231-7. Anche se questa sistematizzazione consente una maggiore chiarezza, il CC tedesco si è spinto ancora più in là, distinguendo i contratti con obblighi bilaterali dal resto dei contratti [47]. Il nuovo CC francese, tuttavia, elenca tutte e cinque le sanzioni nell'art. 1217 e le disciplina successivamente – una parte contrattuale può ora "rifiutare di adempiere o sospendere l'esecuzione dei propri obblighi; chiedere l'esecuzione forzata in natura dell'obbligazione; chiedere una riduzione del prezzo; provocare la risoluzione del contratto; chiedere il risarcimento per l'inadempimento" (art. 1217 nuovo CC). Nel contesto del presente lavoro, solo due dei cinque rimedi possono essere discussi (brevemente), cioè quelli caratterizzati dai cambiamenti più paradigmatici. Si tratta dei rimedi della riduzione del prezzo e della risoluzione del contratto. Il campo di applicazione della riduzione del prezzo (unilaterale e proporzionale) è stato allargato da parte della riforma francese (art. 1223 nuovo CC francese) [48]. Se questo rimedio prima della riforma era riservato a contratti di vendita [49], ora si applica a tutti i tipi di contratti e presuppone una notifica formale. Non v'è ancora nessuna pronuncia giurisprudenziale sulla possibilità di escludere questa sanzione nel contratto. Per quanto riguarda la risoluzione del contratto ("résolution unilatérale du contrat"), sono state introdotte nuove opzioni nell'art. 1224 del nuovo CC francese. Anche se tutte e

[45] Sottolinea il carattere frammentario e vago delle disposizioni precedenti la riforma in materia di violazione del contratto: SONNENBERGER, nt. 2, 54.

[46] Definisce questa parte della riforma la più innovativa: ROWAN, nt. 4 sopra, 17. Accolgono con favore la nuova chiarezza: MOLL e LUCA, nt. 2 sopra, 45; FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 10. Traccia un confronto illustrativo tra il regime francese e quello tedesco di inadempimento contrattuale, con particolare riguardo alla CISG: J. SCHMIDT-RÄNTSCH, '*Das neue französische Schuldrecht*' (2017) *IWRZ* 159-163, 161.

[47] Cfr. art. 273-292 per tutti i contratti e art. 320-326 nuovo CC tedesco per i contratti con obblighi bilaterali e sinallagmatici.

[48] Per una panoramica (sistematica) sull'art. 1223 nuovo CC francese: DISSAUX e JAMIN, nt. 35; M. Buchberger, a Massart, Caffin-Moi, Schlumberger, Buchberger, Hamelin, Bahbouhi e Docq, nt. 28, 87 (punto 276). Sottolinea le differenze tra il nuovo regime di riduzione del prezzo francese e quello tedesco: SCHMIDT-RÄNTSCH, nt. 46, 162.

[49] Per maggiori informazioni su questa disposizione vigente da lungo tempo (art. 1644 nuovo CC francese) e un riferimento all'art. 50 CISG: ASFAR-CAZENAVE, n. 16 sopra, 750 *et seq*. Inoltre si veda: M. MEKKI, '*Ordonnance du 10 février 2016 sur la réforme du droit des obligations*' (2016) *Recueil Dalloz* 494-505, 504 (punto 30).

tre le opzioni per la risoluzione di un contratto erano già state elaborate prima della riforma francese [50], il regime relativo alla risoluzione mediante comunicazione unilaterale del creditore al debitore è stato profondamente modificato [51]. La disciplina precedente la riforma permetteva ad una parte di risolvere unilateralmente un contratto. Tuttavia, era richiesta la condizione che si fosse verificata una grave violazione degli obblighi contrattuali del debitore e la risoluzione avveniva a rischio del creditore stesso [52]. Il debitore avrebbe potuto quindi contestare questa risoluzione unilaterale davanti ai tribunali, lasciando il creditore privo di certezza giuridica [53]. La riforma francese ha previsto l'opzione della risoluzione a condizione che il debitore si renda inadempiente in misura sufficientemente grave e che il creditore notifichi a quest'ultimo una diffida. Anche se il debitore può contestare la risoluzione in tribunale, la conseguenza giuridica è la risoluzione automatica del contratto, che consente al creditore di concludere un nuovo contratto senza dover attendere un'azione legale incerta [54]. In ogni caso, la certezza del diritto non sarà pienamente garantita fino a quando i tribunali non avranno dato la loro interpretazione e definizione del concetto di "inadempimento sufficientemente grave" del contratto.

4. *Alcune delle più importanti soluzioni della riforma francese a confronto.*

In generale, rispetto alla riforma tedesca, la riforma francese sembra toccare più questioni e, quindi, costituisce una riforma più complessiva del diritto contrattuale e del diritto delle obbligazioni. Le grandi caratteristiche della riforma tedesca sembrerebbero piuttosto risiedere (solo o principalmente) nell'integrazione del diritto dei consumatori e nella generalizzazione del modello

[50] La risoluzione può dipendere da una clausola risolutiva, da una comunicazione del creditore al debitore (a condizione di un inadempimento sufficientemente grave) o da una decisione giudiziaria. Per ulteriori informazioni si veda: ROWAN, nt. 4, 19; MEKKI, nt. 49, 504 (punto 31).

[51] Confronta con i Principi UNIDROIT relativi al "diritto di risoluzione del contratto" (art. 7.3.1) e in particolare il "preavviso di risoluzione" (art. 7.3.2).

[52] Spiega la precedente condizione di una grave violazione, ('manquement grave'): ASFAR-CAZENAVE, nt. 16 sopra, 751 *et seq*.

[53] Per ulteriori informazioni generali (in particolare sul ruolo della Cour de Cassation): FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 11.

[54] Definisce questo aspetto l'"idea di fondo" della nuova disposizione: ASFAR-CAZENAVE, nt. 16 sopra, 752. Sottolinea l'elevata efficienza economica di questo regime: ROWAN, nt. 4 sopra, 20.

di inadempimento del contratto (cfr. sopra, sezioni II *sub* 2 e III *sub* 2). Sembra che altri 15 anni di preparazione portino tipicamente a una più ampia revisione dell'intero diritto contrattuale e del diritto delle obbligazioni. Le seguenti singole questioni di riforma possono essere meglio affrontate ordinandole lungo il ciclo di vita dei contratti – a partire dalla formazione del contratto (con le sue questioni di validità) fino all'attuazione del contratto (con le modifiche delle condizioni durante la sua durata e i cambiamenti delle parti contrattuali). Le questioni trattate di seguito sembrano emergere in entrambe le riforme, anche se costituiscono solo un campione (importante) delle questioni oggetto di disciplina.

4.1. *Formazione e validità del contratto.*

La riforma francese è ricca di nuove regole relative alla fase di formazione del contratto o anche alla fase precontrattuale (comprese le questioni di validità). La spinta principale sembra essere quella di dare più peso alla reale volontà delle parti e di portarla avanti in modo più coerente. Ciò può avvenire abbandonando un requisito che sembrava essere solo troppo formale o rendendo vincolanti anche le promesse che non formano ancora il contratto in quanto tale, ma che hanno lo scopo di creare fiducia e di consentire la pianificazione ad opera delle parti (si veda il successivo punto a.). Ciò può anche avvenire dando maggior peso alle garanzie in caso di vizi nella formazione della volontà (cfr. sottosezione b). Infine, l'informazione è certamente fondamentale per favorire un esercizio significativo della volontà delle parti e, a questo proposito, assume grande importanza un controllo più significativo sulle condizioni necessarie affinché le clausole contrattuali standard entrino a far parte del contenuto del contratto (cfr. sottosezione c) [55].

4.1.a. *Abbandono del requisito della "causa" e introduzione di un regime più severo nella fase precontrattuale.*

Per alcuni autori, l'abbandono del requisito della "causa" (*ex* art. 1108, e anche art. 1131 e seguenti del CC francese) è la caratteristica più importante –

[55] Sul ruolo dell'informazione in un moderno diritto contrattuale (caratterizzato dall'attenzione ad un uso significativo e non solo formale della volontà di ciascuna parte), si veda S. GRUNDMANN, '*The Future of Contract Law*', 7 (2011) *European review of contract law,* 490-527, 500-509 e 520-522; anche ID., '*Information, Party Autonomy and Economic Agents in European Contract Law*', *CMLR* 39 (2002) 269-293, 272 e ss., spec. 285-292.

e probabilmente anche la più dannosa – della riforma francese [56]. Da un punto di vista simbolico, ciò può essere vero; tuttavia, da un punto di vista pratico, queste affermazioni hanno minore valore [57]. Pertanto, l'abbandono di questo requisito è stato considerato uno sviluppo "privo di costi" e, allo stesso tempo, molto importante per rendere più attraente il diritto francese a livello globale. I sostenitori di questa scelta hanno portato avanti due argomenti a favore della riforma. La prima funzione del requisito della "causa" – sottoporre a controllo gli accordi che sono problematici per i loro effetti sui più deboli o su terzi – è stata comunque mantenuta. Infatti, il contenuto del vecchio art. 1133 c.c. che disciplinava la "causa" come strumento per realizzare questo controllo ("soggettivo") è stato ripreso nell'art. 1162 del nuovo Codice Civile francese. Per contro, la seconda funzione del presupposto della "causa" – vietare quegli accordi per i quali si poteva dimostrare il libero consenso tra le parti, ma dei quali non si poteva dimostrare un obiettivo economico concreto – non aveva grande importanza nella pratica ... ed era, per di più, discutibile [58]. A titolo di paragone, il diritto tedesco non è probabilmente il candidato ideale, in quanto ammette la validità del cosiddetto 'pactum nudum' – senza un requisito di 'causa' – fin dall'adozione del Codice Civile (e già prima) [59]. Ad ogni modo, l'analisi della giurisprudenza tedesca serve a mostrare che, anche in assenza di tale requisito, non sono molti i contratti fittizi che vengono sottoposti all'attenzione dei giudici e, in ogni caso, sono pochi i casi di contratti pregiudi-

[56] Come afferma Chénedé nella sua presentazione della riforma francese: 'L'abandon de la 'cause' est une des plus grandes erreurs dogmatiques et stratégiques de la réforme. On gagne point en compétitivité en s'alignant aux concurrants.' Si veda anche D. MAZEAUD, '*Pour que survive la cause, en dépit de la réforme!*' (2014) 240 *Droit et Patrimoine* 39-40; T. GENICON, '*Défense et illustration de la cause en droit des contrats*' (2015) *Receuil Dalloz* 1551-1557. Promuove addirittura l'integrazione della "causa" nel diritto contrattuale europeo (prima della riforma): J. GHESTIN, '*Faut-il conserver la cause en droit européen des contrats?*' (2005) *European Review of Contract Law* 396-416. Al contrario, chiede la soppressione della causa: L. AYNÈS, '*La cause, inutile et dangereuse*' (2014) 240 *Droit et Patrimoine* 40-41.

[57] Per quanto riguarda la giurisprudenza piuttosto limitata su questo requisito, si veda Y.-M. LAITHIER, "*La nullité absolue d'un contrat dont la cause est illicite et la difficulté de s'y échapper*", (2015) *Revue des contrats* 226.

[58] Si veda per questi argomenti che spingono nella direzione dell'abbandono di un requisito formale di "causa": FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 6; CASAS, nt. 23 sopra, 79 *et seq*; ROWAN, nt. 4 sopra, 12 *et seq*. Definisce l'abbandono formale della causa un 'trompe-l'œil' perché le sue funzioni nel regime francese sui contratti sono in gran parte mantenute: RONTCHEVSKY, nt. 7 sopra, 112.

[59] Si veda M.-P. WELLER, '*Das Privatrecht in Frankreich und Deutschland: Einflüsse und Resistenzen nach 50 Jahren Elysée-Vertrag'* (2013) 68 *JuristenZeitung* 1021-1030, 1025.

zievoli per le parti più deboli o per i terzi, cui venga data esecuzione [60]. L'Italia (che mantiene il requisito della "causa") o l'Inghilterra (con il suo parallelo requisito della "consideration") possono essere candidati migliori per il confronto. D'altra parte, però, anche questi esempi mostrano che l'importanza dei rispettivi requisiti è fortemente in declino [61].

Alcuni aspetti della riforma riguardano *la fase precontrattuale*: più precisamente, la fase che precede la stipula del contratto. Uno di questi profili è già stato menzionato – lo sviluppo di un vero e proprio regime di responsabilità precontrattuale ("culpa in contrahendo") sotto l'egida della buona fede (si veda la precedente sezione 3.1). Altri due profili meritano di essere almeno menzionati – sui quali v'è ora in buona parte un allineamento tra diritto francese e diritto tedesco (noto, quest'ultimo, per la sua particolare enfasi sul regime delle promesse precontrattuali) [62]. Si tratta, in primo luogo, dell'introduzione della possibilità di creare un diritto di opzione per il beneficiario attraverso la promessa unilaterale dell'altra parte – cioè l'opzione per la formazione di un contratto le cui condizioni sono fissate nella promessa (offerta). In effetti, l'art. 1124 del nuovo CC francese stabilisce ora che la revoca di tale promessa lascia intatto il diritto di opzione e non ostacola la formazione di un contratto una volta che il beneficiario si avvale del suo diritto di opzione [63]. L'equivalente secondo il diritto tedesco sarebbe l'offerta vincolante (soluzione standard in Germania: v. art. 145 nuovo CC tedesco) – che può essere prorogata per un certo periodo di tempo dal proponente (si veda l'articolo 148 nuovo CC

---

[60] In caso di contratti dubbi, l'efficiente tutela di un terzo nel diritto civile tedesco è dovuta ad altre disposizioni, come l'art. 117 nuovo CC tedesco relativo ai contratti fittizi ("Scheingeschäfte"). Per una panoramica generale su quest'ultimo, consultare: C. ARMBRÜSTER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 1*, nt. 19 sopra, § 117.

[61] Per una prospettiva di diritto comparato che evidenzia questo movimento verso il basso, si veda: V. BASSANI and W. MINCKE, '*Europa sine causa?*' (1997) *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 599-614; e v. anche una panoramica molto ampia in H. BEALE, B. FAUVARQUE-COSSON, J. RUTGERS, D. TALLON, S. VOGENAUER, *Cases, Materials and Text on Contract law,* (2ª ed., Oxford, Hart, 2010), 169-238.

[62] Confronta i diversi regimi all'interno dell'UE ed evidenzia il ruolo particolare del diritto tedesco: M. LEHMANN, '*Die Zukunft der culpa in contrahendo im Europäischen Privatrecht'* (2009) *Zeitschrift für Europäisches Privatrecht* 693-715, 693 e ss.; e v. anche un'ampia panoramica in BEALE, FAUVARQUE-COSSON, RUTGERS, TALLON, VOGENAUER, nt. 61 sopra, 371-428.

[63] Si veda per questa regola (in deroga al precedente regime in quanto, prima della riforma, potevano essere richiesti solo i danni in caso di revoca di tale promessa): B. DESHAYES and I. BARSAN, '*Das neue französische Vertragsrecht – Die wesentlichen Züge*' (2017) *Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht* 62-67, 66. Criticando l'esitazione del legislatore francese: MEKKI, nt. 49, 498 (punto 14).

tedesco)[64]. Tuttavia, l'art. 1124 cpv. 3 del nuovo CC francese conferisce carattere vincolante all'opzione anche nei confronti dei terzi che sono a conoscenza della promessa. Il secondo profilo della riforma che si intende menzionare è quello relativo al contratto con cui si concede una prelazione su un determinato oggetto laddove venga successivamente stipulato un contratto per l'alienazione dello stesso oggetto (art. 1123 nuovo CC) – prelazione che, in linea di principio, ha effetto anche nei confronti di terzi[65]. Il diritto tedesco conosce questa soluzione con il termine 'Vorkaufsrecht', ampiamente disciplinato già da un secolo (art. 463 *et seq.* nuovo CC tedesco). In tutto ciò si percepisce la tradizionale preferenza del diritto tedesco per il *pactum nudum*, mentre il diritto francese si discosta fortemente dal requisito della "causa" e lo fa in modo coerente (anche rispetto a momenti importanti come la fase "precontrattuale").

4.1.b. *Regime dell'informazione precontrattuale e vizi del consenso.*

Sempre per quanto riguarda la fase precontrattuale, sono da segnalare tre nuove regole, delle quali le prime due sono relative allo scambio e alla protezione della riservatezza. La prima novità, i.e. l'introduzione di un obbligo generale di informazione (art. 1112-1 nuovo CC francese), costituisce un'estensione e un ampliamento della giurisprudenza francese pre-riforma che imponeva obblighi di informazione in alcuni casi[66]. I presupposti di applicazione per il nuovo obbligo generale di informazione codificato sono stabilite dal-

[64] Diversamente, considera l'"Optionsvertrag" (raramente utilizzato) come l'equivalente nel diritto tedesco: SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 27; DESHAYES e BARSAN, nt. 63 sopra, 66. Per la possibilità di fare un'offerta (unilaterale) alla controparte per un periodo di tempo più lungo, si veda D. MEDICUS, J.PETERSEN, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuches*, (11ª ed., Heidelberg: C. F. MÜLLER, 2016), 162 cpv. 370; H. KÖTZ, *Vertragsrecht*, (Tubinga: Mohr Siebeck, 2009), 451 cpv. 105-108.

[65] Si veda per questa norma, che si discosta soprattutto dal precedente regime nel "l'action interrogatoire" (cpv. 3), una "comunicazione scritta al beneficiario che lo obbliga a confermare, entro un termine che il primo fissa e che deve essere ragionevole, l'esistenza di un contratto di prelazione e se intende avvalersene": V. Valais, 'La réforme du code civil: quels enjeux pour nos contrats?' (2016) *Revue Dalloz IP/IT (Droit de la propriété intellectuelle et du numérique)* 229-232, 231; SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 27.

[66] Vale a dire un obbligo di informazione (con l'onere della prova) imposto ai venditori professionali: Cour de Cassation, Chambre Civ 1re, 29 April 1997, 94-21217. Un più ampio obbligo di informazione è stato imposto al venditore di una casa successivamente dichiarata non idonea ad essere abitata regolarmente, in quanto l'acquirente non aveva avuto facile accesso a queste informazioni prima di firmare il contratto: Cour de Cassation, Chambre Civ 3e, 29 November 2000, 98-21224. Per ulteriori informazioni si veda: ASFAR-CAZENAVE, nt. 16 sopra, 731.

l'art. 1112-1 cpv. 3 nuovo CC francese: l'informazione deve essere di "importanza decisiva", il che dipende dall'esistenza di un "rapporto diretto e necessario con il contenuto del contratto o con lo status delle parti" [67]. Questa formulazione è soggetta all'interpretazione dei tribunali. Una volta accertata la violazione di tale obbligo, la conseguenza è la responsabilità, ma la violazione può anche portare all'annullamento del contratto (art. 1112-1 cpv. 6 nuovo CC francese). La seconda disposizione degna di nota è l'art. 1112-2 nuovo CC francese relativo all'obbligo di riservatezza per le informazioni ottenute durante la fase precontrattuale [68]. Ancora una volta, il legislatore francese ha codificato ciò che i tribunali avevano sviluppato in precedenza [69]. L'art. 1112-2 del nuovo CC francese stabilisce che una parte è responsabile quando utilizza o divulga informazioni riservate ottenute nel corso delle trattative (senza l'autorizzazione dell'altra parte). Contrariamente al regime francese, il diritto contrattuale tedesco non distingue esplicitamente tra obbligo di fornire informazioni e obbligo di riservatezza durante le trattative. Questi due obblighi sono entrambi coperti dall'istituto della "culpa in contrahendo" [70], un concetto giuridico sviluppato dai tribunali tedeschi e poi "codificato" nel CC tedesco dalla riforma del 2002 (art. 311 cpv. 2 e art. 241 cpv. 2 nuovo CC tedesco) [71]. Una delle questioni più dibattute riguardo a questa disposizione è se esista un obbligo generale di informazione ("Aufklärungpflicht") in quanto la disposizione tedesca non è così esplicita al riguardo, come il nuovo CC francese [72].

---

[67] Per una panoramica sull'art. 1112-1 del nuovo CC francese e sui requisiti in esso menzionati, si veda: S. LEMARCHAND, '*Le devoir général d'information: un impact majeur dans la formation des contrats informatiques'* (2017) *Revue Dalloz IP/IT (Droit de la propriété intellectuelle et du numérique)* 233-235. Un'altra panoramica (contenente un confronto giuridico con il diritto inglese) è offerta da: ROWAN, nt. 4 sopra, 11.

[68] Il legislatore francese è stato criticato per non aver colto l'occasione per specificare la natura o le categorie di informazioni che necessitano di protezione da ASFAR-CAZENAVE, nt. 16 sopra, 732.

[69] L'utilizzo delle informazioni acquisite nella fase precontrattuale è stato caratterizzato come un atto di concorrenza sleale da parte della Cour de Cassation, Chambre Com, 3 October 1978, 77-10.915; Cour de Cassation, Chambre Com, 3 June 1986, 84-16.971.

[70] Espressione latina per "colpa nella formazione di un contratto".

[71] L'idea iniziale della "culpa in contrahendo" risale a R. VON JHERING, *Jherings Jahrbücher für Dogmatik des bürgerlichen Rechts 4* (Jena: Fischer, 1861).

[72] Il CC tedesco è esplicito solo nelle sue disposizioni relative ai contratti con i consumatori (a causa dell'art. 5 della direttiva 2011/83/UE), anche elencando le informazioni necessarie dovute dall'impresa (art. 246 cpv. 2 della legge introduttiva al CC tedesco). Per maggiori informazioni si veda: C. WENDEHORST, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 312a cpv. 6-43, spec. cpv. 6.

Poiché non esiste una risposta ampiamente accettata a questa domanda, i giuristi tedeschi distinguono tra diversi tipi di contratti e situazioni [73]. Pertanto, l'esplicita affermazione di un obbligo generale di informazione ai sensi del nuovo CC francese costituisce un'importante differenza rispetto al regime tedesco e, probabilmente, il diritto francese si spinge ancora più in là di quest'ultimo.

La terza disposizione che deve essere trattata a questo proposito è l'art. 1143 nuovo CC francese relativo allo sfruttamento dello stato di dipendenza della controparte, vizio del consenso, questo, che il legislatore francese considera come coercizione [74]. Ancora una volta, il percorso di questa disposizione è stato tracciato dalla giurisprudenza [75]. Tuttavia, la nuova regola si spinge oltre, nella misura in cui la sua formulazione non si si riferisce esplicitamente alla sola dipendenza economica. Pertanto, qualsiasi tipo di dipendenza potrebbe rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 1143 del nuovo CC francese - ma ancora una volta i tribunali dovranno precisare i limiti di questa disposizione, soprattutto per quanto riguarda la dipendenza psicologica (ad esempio quella che si realizza mediante l'esercizio di indebite pressioni sui familiari, come nella famosa giurisprudenza della Corte costituzionale tedesca) [76]. Oltre

---

[73] Riconosce un obbligo di informazione in alcuni casi eccezionali (ad esempio, accordi di consulenza), ma rifiuta un obbligo generale di informazione: V. EMMERICH, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 311 cpv. 64-70, 66.

[74] Per una panoramica generale di questo 'vizio del consenso si veda: H. BARBIER, '*La violence par abus de dépendance*' (2016) *La Semaine Juridique* 722-724; ASFAR-CAZENAVE, nt. 16 sopra, 738 *et seq*.

[75] Per la giurisprudenza pre-riforma, che ha riconosciuto la dipendenza economica solo come fonte di consenso viziato, si veda: Cour de Cassation, Chambre Civ 1re, 30 May 2000, 98-15.242 ('la *contrainte économique* se rattache à la violence et non à la lésion'); Cour de Cassation, Chambre Civ 1re, 3 April 2002, 00-12.932 ('seule l'exploitation abusive d'une *situation de dépendance économique*, faite pour tirer profit de la crainte d'un mal menaçant directement les intérêts légitimes de la personne, peut vicier de violence son consentement').

[76] Nella stessa direzione: BARBIER, nt. 74 sopra, 723; J.-F. HAMELIN, A. MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI e DOCQ, nt. 28, 7 (punto 24); MOLL e LUKE, nt. 2, 44. Sorprendentemente, alcuni studiosi francesi non sembrano nemmeno considerare questo ambito di applicazione dell'art. 1143 nuovo CC francese (forse in parte perché la restrizione alla "dipendenza economica" nella precedente giurisprudenza è ancora dominante come paradigma, ma anche in parte perché altre parti di questa disposizione sono state pesantemente criticate e quindi alla fine abolite, cosicché gran parte della discussione sull'art. 1143 nuovo CC francese è avvenuta in precedenza). Si veda, ad esempio, MEKKI, nt. 49, 498 (punto 16).

all'elemento dello sfruttamento, il regime francese presuppone anche un "vantaggio manifestamente eccessivo", che porta alla nullità del contratto (art. 1142 nuovo CC francese)[77]. Ciò corrisponde a due disposizioni del CC tedesco: la regola francese sembra, comunque, più vicina all'art. 138 cpv. 2 del nuovo CC tedesco (che sancisce l'usura con nullità immediata) che all'art. 123 del nuovo CC tedesco (che sancisce la minaccia e la frode con nullità solo dopo che la vittima ha optato per essa)[78].

4.1.c. *Controllo sull'adesione alle condizioni contrattuali* standard.

Può sembrare poco interessante confrontare le leggi francesi e tedesche per quanto riguarda le condizioni generali del contratto, a causa dell'esistenza della direttiva UE sulle clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori[79]. Tuttavia, la disciplina in materia è ancora molto varia all'interno dell'Unione Europea a causa del fatto che la revisione dell'incorporazione dei condizioni non era coperta dalla Direttiva –[80] con un'eccezione per l'obbligo di trasparenza (art. 5 della direttiva), che ha una qualche attinenza con la questione[81].

Nel regime francese delle condizioni contrattuali *standard*, tre sono le disposizioni nuove rilevanti. In generale, il legislatore francese ha adottato ancora una volta ciò che è stato sviluppato dai tribunali in precedenza[82]. Nel complesso, le seguenti disposizioni sono abbastanza simili al regime tedesco

---

[77] Sulla fonte di ispirazione di questa condizione, cioè l'art. 3.2.7 Principi UNIDROIT, sul suo background e sul timore di un margine di apprezzamento troppo ampio dei tribunali: SMITS e CALOMME, nt. 4 sopra, 9.

[78] Si veda in questo senso SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 33.

[79] Direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, *OJEC* 1993 L 95/29.

[80] BASEDOW, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, Vor §§ 305-310 cpv. 18-21, spec. cpv. 20.

[81] Per quanto riguarda l'art. 5 della direttiva, che è stata parzialmente integrata nel regime tedesco attraverso l'art. 305c del nuovo CC tedesco (che tratta la nullità delle clausole inattese), si veda: BASEDOW, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 305c cpv. 2. Per una panoramica generale sul recepimento nel diritto tedesco (anche per quanto riguarda le differenze tra il regime tedesco e quello francese prima della direttiva): H. SCHULTE-NÖLKE, in SCHULZE (ed), nt. 38 sopra, Vor §§ 305-310 cpv. 6-8.

[82] Interessanti casi antecedenti alla riforma sono, ad esempio, quelli corrispondenti all'art. 1170 nuovo CC francese: Cour de Cassation, Chambre Com, 22 October 1996, n° 93-18.632 ('Chronopost'); Cour de Cassation, Chambre Com, 29 June 2010, n° 09-11.841 ('Faurecia').

per quanto riguarda le clausole commerciali *standard* [83], regime che è stato integrato nel nuovo CC tedesco nel corso della riforma del 2002 [84]. L'art. 1119 cpv. 1 nuovo CC francese tratta dell'effettiva integrazione delle condizioni generali e richiede che "siano state portate all'attenzione" della controparte e che "tale parte le abbia accettate". Ciò corrisponde all'art. 305 nuovo CC tedesco, che impone a una parte che si avvale delle condizioni generali di contratto di fare esplicito riferimento alle condizioni commerciali *standard* (a meno che queste non siano chiaramente visibili ed evidenti) e di dare all'altra parte una "possibilità di prendere atto". Inoltre, la norma francese che stabilisce che le condizioni speciali prevalgono sulle condizioni generali (art. 1119 cpv. 3 nuovo CC francese) corrisponde alla norma tedesca che stabilisce la "priorità delle condizioni concordate individualmente" (art. 305b nuovo CC tedesco).

È tuttavia meno chiaro in che misura i due regimi corrispondano anche per quanto riguarda la disciplina e le cause della nullità. Mentre il regime tedesco codifica subito la nullità di alcune clausole contrattuali [85], il regime francese tratta la nullità in una sezione diversa [86]. Per quanto riguarda i motivi di nullità, la prima importante disposizione è l'art. 1170 nuovo CC francese, in cui si legge che "si considera non scritta qualsiasi clausola contrattuale che privi di sostanza l'obbligazione essenziale del debitore". In secondo luogo, l'art. 1171 nuovo codice civile francese prevede la nullità di qualsiasi clausola che crei un "significativo squilibrio nei diritti e negli obblighi delle parti" [87]. Certamente, l'idea di fondo del regime tedesco va nella stessa direzione; lo si può vedere nell'art. 307 del nuovo CC tedesco che prende in considerazione la ragionevolezza dei contratti ed è paragonabile all'art. 1171 del nuovo CC francese. Tuttavia, esistono delle differenze, in quanto il regime tedesco disciplina espressamente le clausole

[83] Si veda SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 25.

[84] Prima della riforma, questa materia era disciplinata in un'apposita legge: 'Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB-Gesetz)'. Per una discussione sull'integrazione nel CC tedesco e sulle controversie che ne sono derivate, si veda: BASEDOW, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, Vor § 305 cpv. 13-21, spec. cpv. 18.

[85] Art. 305c-309 nuovo CC tedesco (in questa sequenza di norme, il legislatore tedesco distingue tra la non incorporazione e l'inefficacia delle clausole). Si vedano le note 84 e 85.

[86] Sezione 4 ("Sanzioni") e sotto-sec. 1 ("Nullità") nuovo CC francese.

[87] L'art. 1171 del nuovo CC francese si limitava ai "contrats d'adhésion" a causa delle numerose nuove controversie giuridiche. Si fa riferimento, ad esempio, all'art. L.132-1 *Code de la consommation* in SONNENBERGER, nt. 2 sopra, 41.

inaspettate ed ambigue (art. 305c nuovo CC tedesco) [88] e contiene un elenco delle clausole vietate (art. 308-309 nuovo CC tedesco) [89].

4.2. *Attuazione e modificazione del contratto.*

4.2.a. *Esecuzione e violazione.*

La fase di attuazione di un contratto e del suo ulteriore sviluppo è complessa e una parte del relativo regime si distingue chiaramente: il regime sull'inadempimento del contratto. Questa parte della disciplina è stata considerata di tale portata e importanza generale che nel presente lavoro è stata già discussa – tra le altre caratteristiche che abbracciano il diritto contrattuale nel suo complesso (cfr. la precedente sezione 3.3). Pertanto, quanto alla fase di attuazione restano da discutere solo le novità delle due riforme diverse da quelle relative al regime di inadempimento contrattuale. Da un lato, si tratta dell'ulteriore sviluppo dato dalla modifica dei termini del contratto (cfr. sottosezione b) e, dall'altro, dal mutamento delle parti del contratto o dei titolari dei diritti derivanti dal contratto (cfr. sottosezione c). Solo una caratteristica specifica dell'inadempimento del contratto sarà poi ripresa anche in questo contesto, cioè le conseguenze della violazione del contratto per gli altri membri di una catena di distribuzione (su questo argomento, si veda il successivo punto c).

4.2.b. *Eventi imprevisti – "Imprévision".*

Il concetto di (necessità di) modifica dei contratti a causa di eventi imprevisti è un argomento particolarmente interessante per un confronto tra i due sistemi giuridici. Due cose dovrebbero essere precisate fin dall'inizio. In primo luogo, l'"imprévision" è una delle coraggiose innovazioni del legislatore francese in questa riforma [90]. L'art. 1195 del nuovo CC francese non codifica

[88] Le clausole inaspettate (art. 305c cpv. 1) e le clausole ambigue (art. 305c cpv. 2) sono eliminate nella prima fase, nell'ambito della revisione dell'incorporazione delle clausole, e non diventano nemmeno parte di un contratto. Non è pertanto necessaria una verifica dell'equità del contenuto. Per le conseguenze giuridiche della mancata incorporazione si veda l'art. 306 nuovo CC tedesco. Poiché il nuovo CC francese non prevede esplicitamente tale disposizione, spetta ai tribunali valutare se una tale norma debba essere sviluppata.

[89] Queste clausole diventano parte di un contratto nella prima fase (revisione dell'inclusione), ma sono tuttavia nulle a causa di una presunta iniquità (si veda l'art. 306 nuovo CC tedesco per le conseguenze legali di tale nullità). Per contro, il nuovo CC francese non contiene una tale lista (nera e grigia).

[90] Coraggioso non nel senso che sia completamente nuovo in Europa, dove questo con-

– in via eccezionale – una linea di giurisprudenza [91], ma introduce un fenomeno giuridico completamente nuovo nel diritto contrattuale francese [92]. In secondo luogo, ciò costituisce una notevole differenza rispetto al regime tedesco, che ha conosciuto un concetto di modifica dei contratti a causa di eventi imprevisti ("*imprévision*", "*Wegfall der Geschäftsgrundlage*") molto prima che il concetto fosse codificato (art. 313 nuovo CC tedesco). Il concetto ha origini giurisprudenziali in Germania, dovute principalmente a fattori macroeconomici – si pensi, in primo luogo, alla crisi economica del 1929, dove l'inflazione era troppo grave per mantenere lo *status quo* [93]. La seconda grande occasione in cui il concetto è stato ampiamente utilizzato (ancora una volta) è stata la caduta del Muro di Berlino nel 1989 [94]. L'istituto degli eventi imprevisti è stato utilizzato anche al di là di questi due eventi – ma, solo come 'ultima *ratio*' [95]. Alla fine, ciò ha portato ad una codificazione (quasi parola per parola) nel corso della riforma tedesca del 2002 [96]. Come già detto, la codificazione francese non ha invece seguito la giurisprudenza precedente. I tribunali francesi hanno consentito solo eccezionalmente la modifica del contratto, in

cetto giuridico si può trovare in diversi ordinamenti giuridici: FAUVARQUE-COSSON, nt. 2 sopra, 9; KLEIN, nt. 15 sopra, 329. Nell'ordinamento giuridico francese tale concetto emergeva solo nella giurisprudenza amministrativa: ASFAR-CAZENAVE, nt. 16, 733; DOWNE, nt. 2, 53.

[91] Nel famoso caso "Canal de Craponne", la Corte di Cassazione ha deciso di confermare il carattere vincolante dei contratti: Cour de Cassation, Chambre Civ 1re, 6 March 1876, 1876.1.193. Per ulteriori informazioni si veda: W. DORALT, '*Change of Circumstances – Old and New Elements of the French théorie de l'imprévision*' (2012) 76 *Rabel Journal of Comparative and International Private Law* 761-784.

[92] Su questa "rigorosa rottura con il passato": SMITS e CALOMME, nt. 4, 7; MOLL e LUKE, nt. 2, 44; Limbach, n. 7, 163.

[93] Per una panoramica dell'evoluzione della giurisprudenza e del suo contesto storico: T. FINKENAUER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 313 cpv. 23.

[94] Si veda, ad esempio: J. PRÖLSS and C. ARMBRÜSTER, '*Wegfall der Geschäftsgrundlage und deutsche Einheit'* (1992) *Deutsch-Deutsche Rechts-Zeitschrift* 203-206; J. DREXL, *'Die politische und wirtschaftliche Wende in der DDR – ein Fall für den Wegfall der Geschäftsgrundlage?'* (1993) *Deutsch-Deutsche Rechts-Zeitschrift* 194-199; B. JANSSEN, '*Neue Aktualität für das alte Rechtsinstitut vom Wegfall der Geschäftsgrundlage im Zusammenhang mit der Wiedervereinigung*' (1912) *Zeitschrift für Rechtspolitik* 418-419.

[95] Il legislatore tedesco ha cercato esplicitamente di mantenere i "requisiti rigorosi" del concetto: FINKENAUER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, n. 31 sopra, § 313 cpv. 26.

[96] FINKENAUER, in *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2*, nt. 31 sopra, § 313 cpv. 26-27.

presenza di una clausola di adeguamento contrattuale [97]. L'art. 1195 nuovo CC francese consente la rinegoziazione di un contratto in caso di cambiamento imprevedibile di circostanze (cpv. 1) e la risoluzione del contratto in caso di rifiuto o di fallimento delle rinegoziazioni (cpv. 2) [98]. A differenza dell'art. 313 nuovo CC tedesco, l'art. 1195 nuovo CC francese non precisa quali siano le circostanze che possono giustificare una modifica del contratto [99], ma è certamente necessario che il cambiamento abbia una certa importanza. Inoltre, il regime tedesco consente al giudice una maggiore libertà di intervento e di riformulazione del contratto [100].

4.2.c. *Pluralità di parti: trasferimento di diritti contrattuali e catene/reti di contratti.*

Per quanto riguarda la pluralità delle parti, le riforme vanno entrambe nella direzione di una maggiore adesione alla realtà attuale – vale a dire al fatto che i contratti spesso non sono rilevanti solo per le due parti dirette del contratto stesso – e quindi non vincolano più solo queste parti (carattere "privato" del contratto) senza avere un impatto significativo al di fuori del rapporto bilaterale. Entrambe le riforme si concentrano invece sugli aspetti del coinvolgimento di terzi nel contratto. L'attenzione è, tuttavia, rivolta ad aspetti diversi, che sono i due seguenti. Mentre la riforma francese si concentra sull'introduzione di un moderno regime di modifica dei diritti contrattuali, delle responsabilità contrattuali o anche del contratto in quanto tale, la riforma tedesca è degna di nota soprattutto per la sua regola sulle catene di distribuzione (art. 4 della direttiva CE sulla vendita di beni di consumo), in larga misura a causa della giurisprudenza successiva.

---

[97] MOLL e LUKE, nt. 2 sopra, 44. Sulle clausole di *hardship* (e per l'impatto limitato dell'"imprévision" dovuto alla loro prevalenza): ROSHER, nt. 8 di cui sopra, 61 *et seq*.

[98] Per una panoramica sull'"imprévision", si veda ad esempio: P. STOFFEL-MUNCK, '*L'imprévision et la réforme des effets du contrat*' (2016) *Revue des contrats (Hors-série)* 30-38.

[99] Il regime tedesco precisa i criteri principali in base ai quali possono essere richiesti dei cambiamenti, in particolare facendo riferimento a "tutte le circostanze del caso specifico, in particolare la distribuzione contrattuale o legale del rischio" (cpv. 1) e chiarendo che le errate "concezioni materiali che sono diventate la base del contratto" equivalgono a un cambiamento delle circostanze (cpv. 2). Cfr. Sonnenberger, nt. 2, 48.

[100] L'art. 313 cpv. 1 nuovo CC tedesco consente alle parti contrattuali di "richiedere" l'adattamento (davanti ai tribunali). L'art. 1195 nuovo CC francese prevede solo che una parte possa chiedere a un'altra di rinegoziare il contratto (cpv. 1) e che le parti contrattuali possano rivolgersi al tribunale nel caso in cui la rinegoziazione non sia riuscita e il contratto debba essere risolto (cpv. 2).

Nella *riforma francese*, due disposizioni del capitolo relativo alle "operazioni sulle obbligazioni" del nuovo CC francese sono degne di nota [101], il primo è l'art. 1324 nuovo CC francese. Questa regola riguarda i requisiti formali di una cessione di credito ("cession de créance"). Mentre il regime giuridico precedente alla riforma richiedeva che la cessione avvenisse con la consegna dell'atto da parte di un ufficiale giudiziario o con una ricevuta per atto pubblico [102], il regime giuridico attuale presuppone solo un accordo, un riconoscimento o anche solo una notifica della cessione (art. 1324 cpv. 1 nuovo CC francese) [103]. La seconda regola importante è quella contenuta nell'art. 1327 nuovo CC francese, che codifica per la prima volta un'assunzione di debito ("cession de dette") [104]. Ciò richiede – ovviamente – il consenso del creditore. Questi cambiamenti hanno due grandi vantaggi. In primo luogo, poiché le cessioni sono diventate sempre più importanti e i crediti più fungibili – ad esempio a causa della cartolarizzazione –, c'è più bisogno di flessibilità, la quale è garantita da requisiti formali semplificati [105]. Tuttavia, l'ultima crisi finanziaria ha dimostrato che, allo stesso tempo, c'è anche un'esigenza di chiarezza giuridica, che il legislatore francese soddisfa ora, in linea di principio, attraverso un'espressa codificazione dell'assunzione del debito.

Con la *riforma tedesca* si è deciso di integrare la maggior parte della direttiva CE sulla vendita di beni di consumo nel diritto generale sulla vendita e persino nel diritto contrattuale generale, trasformando così le norme sulle vendite ai consuma-

---

[101] Titolo IV ("Il regime generale delle obbligazioni"), Capitolo II ("Operazioni relative alle obbligazioni"): Sezione 1 ("Cessione dei diritti derivanti dalle obbligazioni") e 2 ("Cessione dei debiti"), art. 1321 *et seq* nuovo CC francese. Queste disposizioni non devono essere confuse con la cessione di un contratto (art. 1216 *et seq* nuovo CC francese). Per la "cession de contrat" (che è un argomento non espressamente regolamentato nel diritto tedesco, ma solo nel diritto francese), si veda L. AYNÈS, '*La cession de contrat'* (2015) 249 *Droit & Patrimoine* 73-74; MEKKI, nt. 49 sopra, 503 (punto 27).

[102] Si veda, ad esempio: R. DI PRATO, *Die Forderungsabtretung nach dem neuen französischen Schuldrecht* (2016) *Finanzierung Leasing Factoring* 235-238, 235; MOLL e LUKE, nt. 2 sopra, 45; T. MASSART, in MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI and DOCQ, nt. 28 sopra, 42 (punto 122).

[103] Critica le linee sfocate tra riconoscimento e notifica: T. MASSART, in MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI and DOCQ, nt. 28 sopra, 42 (punto 122).

[104] Su questo aspetto si veda T. MASSART, in MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI and DOCQ, nt. 28 sopra, 42 (punto 123); MOLL e LUKE, nt. 2 sopra, 43.

[105] Riconosce che ciò costituisce un "contributo distinto" per gli attori economici: T. MASSART, in MASSART, CAFFIN-MOI, SCHLUMBERGER, BUCHBERGER, HAMELIN, BAHBOUHI e DOCQ, nt. 28 sopra, 42 (punto 121).

tori, che dovevano essere recepite, in regole di diritto contrattuale generale. Tuttavia, un'eccezione riguardava l'art. 4 della direttiva, in virtù del quale qualsiasi risarcimento o restituzione da parte del venditore all'acquirente può, in linea di principio, dare luogo al regresso da parte del venditore finale nei confronti dei venditori precedenti nella catena di distribuzione (fino al produttore) [106]. Ciò costituisce una regola piuttosto rivoluzionaria che risponde alla realtà delle moderne economie di mercato, dove i contratti sono organizzati in reti, per una lunga durata – questi accordi costituiscono infatti un secondo pilastro del diritto contrattuale rispetto al semplice contratto di scambio ("contratti organizzativi") [107]. Il modello è convincente perché introduce una regola (obbligatoria o di *default*) per le seguenti questioni fondamentali. Essa stabilisce (i) che il cliente che non fa parte della rete di divisione del lavoro deve avere una piena azione di risarcimento / restituzione nei confronti della sua parte contrattuale ogni volta che vi sia un vizio creato in qualsiasi punto della catena. Si afferma inoltre (ii) che la responsabilità finale dovrebbe poi ricadere sul membro della catena responsabile di tale difetto (attraverso il diritto di regresso). La questione principale della causa Putz-Weber – sottoposta dalla Corte di Cassazione tedesca alla Corte di giustizia delle Comunità europee in via pregiudiziale – riguardava la questione se tale risarcimento comprendesse anche i costi di rimozione dei prodotti difettosi e di installazione di prodotti sostitutivi [108]. Questi possono essere costi significativi:

---

[106] Sulle ragioni di questa disposizione – molto importante nelle moderne società di mercato interessate da ampi sistemi di divisione del lavoro – e su quanto segue, si veda più ampiamente (anche con molti ulteriori riferimenti alla letteratura) S. GRUNDMANN, '*Consumer Sales: The Weber-Putz Case-Law – From Traditional to Modern Contract Law*', in E. TERRYN, G. STRAETMANS E V. COLAERT (ed.), *Landmark Cases of EU Consumer Law – in Honour of Jules Stuyck 2013* (Cambridge/Anversa/Portland: Intersentia, 2013) 725-742.

[107] Rivoluzionari su questi aspetti sono gli scritti di: S. MACAULAY. '*Non-Contractual Relations* in Business – a Preliminary Study' 28 *American Sociological Review* 55-67 (1963); O. WILLIAMSON, 'Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations' 22 *Journal of Law & Economics* 233-261 (1979); W. POWELL, 'Neither Market nor Hierarchy – network forms of organization' 12 *Research in Organizational Behaviour* 295-336 (1990); si veda per un'ampia indagine sullo stato dell'arte: S. GRUNDMANN, F. CAFAGGI and G. VETTORI (ed.), *The Organisational Contract* (Cheltenham *et al*: Ashgate, 2013).

[108] Le tre decisioni citate (il rinvio pregiudiziale della Corte di Cassazione tedesca, la decisione della CGCE e la decisione finale della Corte di Cassazione tedesca) sono le seguenti: CGCE cause riunite 65/09 (*Weber*) e 87/09 (*Putz*), *ECR* I-5257. I due casi decisi, sotto tutti e tre gli aspetti, presentavano lo stesso schema. In entrambe le cause erano state chieste delle pronunce pregiudiziali da parte dei tribunali tedeschi; in una causa, in particolare, dalla Corte di Cassazione tedesca, il *Bundesgerichtshof*: Bundesgerichtshof (BGH) del 14 gennaio 2009, *Official Reports (BGHReport)* 2009, 485-488 = *Neue Juristische Wochenschrift* 2009, 1660; su questa sentenza si veda, per esempio, S. LORENZ, '*Die Reichweite der kaufrechtlichen Na-*

nel caso in questione si trattava di costi di rimozione e reinstallazione delle piastrelle. Quando la Corte di Giustizia Europea ha stabilito che anche questi costi potevano essere rivendicati, la questione centrale per la Corte di Cassazione tedesca nella – molto controversa – decisione finale era se questo dovesse valere anche per le vendite commerciali. La Corte di Cassazione tedesca ha risposto in modo negativo. A nostro avviso, tuttavia, il modello di responsabilità a catena (nei confronti del cliente) e di responsabilità finale del responsabile del difetto all'interno della catena è o dovrebbe essere universale – in quanto riflette una risposta ragionevole alla sempre maggiore suddivisione del lavoro.

5. *Conclusioni.*

Il francese è l'unica lingua dell'Europa continentale ancora parlata in tutta Europa – naturalmente, meno dell'inglese. È la lingua del Codice che è all'origine di un intero movimento europeo (continentale) di costruzione di sistemi e istituzioni, che si è poi diffuso in gran parte del mondo. È stato quindi sempre sorprendente per molti in Europa che la presenza del mondo accademico legale francese non sia stata all'altezza di questo ruolo nei circoli di discussione giuridica a livello europeo. Chiunque veda ancora forti vantaggi in un sistema codificato e chi ha a cuore lo sviluppo di un diritto contrattuale europeo accoglierà con grande favore lo sviluppo della riforma. Il fatto che il mondo accademico francese abbia creato questa riforma ampia e profonda – e lo abbia fatto in uno sforzo congiunto e ampiamente condiviso – è un faro per il diritto contrattuale europeo.

cherfüllungspflicht durch Neulieferung' *Neue Juristische Wochenschrift* 2009, 1633-1637; e la causa parallela (e il rinvio pregiudiziale) da parte del tribunale di primo grado (*Amtsgericht*) Schorndorf del 25 febbraio 2009, *Zeitschrift für das Gesamte Schuldrecht* 2009, 525. La decisione finale della Corte di Cassazione tedesca si trova qui: Bundesgerichtshof (BGH) del 21 dicembre 2011, *Official Reports (BGHZ)* 192 = *Neue Juristische Wochenschrift* 2012, 1073. Per la letteratura tedesca sul caso, si veda il n. 3 del contributo citato al n. 106.

Business Angels, *Venture Capital* e la nuova s.r.l.

Business Angels, Venture Capital and the New Società a Responsabilità Limitata

P. Agstner, A. Capizzi, P. Giudici*

ABSTRACT

In questo articolo proponiamo un'interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l., che tenga conto non solo e non tanto del fenomeno del finanziamento via *crowdfunding*, ma anche e soprattutto del finanziamento via *business angels* e *venture capital*. Avanziamo quindi una proposta di rilettura integrale della materia come uscita dalle riforme del 2012-2015-2017, tesa laddove possibile a rendere attuabili le pratiche negoziali del *venture capital financing*. La nuova lettura della disciplina della s.r.l. riflette gli originali intenti del legislatore, riduce l'ancora elevato tasso di imperatività di quella disciplina ed è coerente con i sentiti bisogni di modernizzazione del nostro diritto societario.

Parole chiave: s.r.l. startup innovative – *venture capital* – *business angels* – autonomia contrattuale – norme imperative – interpretazione adeguatrice – comparazione giuridica

This article provides an innovative interpretation of the rules of limited responsibility companies (s.r.l.), which takes into account not only and not much the phenomenon of crowdfunding, but also and above all the financing via business angels and venture capital. We therefore advance a proposal for a complete re-reading of the subject as reformed in 2012-2015-2017, aimed wherever possible at making venture capital financing feasible. The proposed construction reflects the original intentions of the legislator, reduces the impact of mandatory rules and is consistent with the deeply felt need to modernise Italian company law.

Keywords: *close companies – LLC – venture capital – business angels – freedom of contract – mandatory rules – comparative law*

SOMMARIO

Introduzione. – PARTE I: STORIA ED EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA. – 1. La nascita della s.r.l. nell'Europa continentale. – 2. Il caso della Germania: l'utilizzo di norme di diritto societario a tutela dell'integrità del mercato. – 3. Il caso del Regno Unito: la tutela del mercato tramite regole di trasparenza. – 4. La nascita della s.r.l. nell'ordinamento societario italiano. – 5. La riforma italiana del 2003. – 6. Le riforme del 2012-2017. – 6.1. Il prologo: la competizione tra

ordinamenti europei in materia di società chiuse dopo Centros. – 6.2. La crisi economica italiana e la spinta a rinnovare il sistema imprenditoriale: il Rapporto Restart, Italia! e il d.l. 179/2012. – 6.3. Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017. – PARTE II: IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE *STARTUP* "*VC-BACKED*". – 7. I problemi regolatori alla base del rapporto contrattuale tra socio fondatore e finanziatori esterni. – 8. I protagonisti del finanziamento di startup: l'*early stage*, *FFFs* e *Business Angels*. – 9. L'intervento dei *VCs*. – 10. L'importanza di un sistema "*enabling*". – PARTE III: L'APERTURA DELLA NUOVA S.R.L. AI FINANZIAMENTI DI *VENTURE CAPITAL*. – SEZIONE I: QUESTIONI DI METODO. – 11. L'intepretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l. – 12. È ancora attuale e vigente un principio di "rilevanza centrale del socio"?. – 13. Sulle conseguenze dell'eccessiva enfasi data all'introduzione del *crowdfunding*: la necessità di prediligere un approccio che valorizzi l'autonomia contrattuale. – SEZIONE II: QUESTIONI APPLICATIVE NELLA CONTRATTAZIONE DELLE OPERAZIONI DI *VC*. – 14. La convertibilità degli strumenti finanziari di *equity* e di *debt*. – 14.1. L'ammissibilità di strumenti di debito convertibili in quote dell'emittente e l'applicabilità dall'art. 2483 c.c. – 14.2. La conversione a sconto (premiale). – 14.3. La disciplina negoziale nell'emissione di titoli convertibili. – 15. La raccolta tramite capitale di rischio. – 15.1. L'esclusione del diritto di opzione e l'art. 2481-*bis* c.c. – 15.2. Le clausole antidiluizione del *venture capital financing* in Italia. – 15.3. L'emissione di categorie di quote. – 15.4. *Segue*: gli eventuali limiti "interni" alla disciplina delle s.r.l. – 15.5. *Segue*: la non applicabilità analogica dei limiti della s.p.a.. – 15.6. La non applicabilità del divieto di patto leonino. – 15.7. Il principio di equa valorizzazione della partecipazione e la sua compatibilità con taluni strumenti tipici del *VC financing* (*liquidation preferences* e clausole di *drag-along*). – 16. Gli schemi di *work for equity* nella *startup* s.r.l. – 17. Il problema della trasformazione. – Osservazioni conclusive.

Introduzione.

Chi, con poco capitale e molte idee, avesse voluto costituire un'impresa innovativa prima del 2012 in Italia, avrebbe avuto difficoltà non solo a reperire capitali privati, ma ancor prima a individuare un idoneo modello societario. La società per azioni avrebbe offerto ampia flessibilità nella costruzione dei rapporti finanziari e di governo societario con gli investitori [1], a parte i limiti di

* Paolo Giudici è professore ordinario di diritto commerciale nella Libera Università di Bolzano: e-mail paolo.giudici@unibz.it; Peter Agstner è ricercatore a tempo determinato di diritto commerciale nella Libera Università di Bolzano: e-mail peter.agstner@unibz.it; Antonio Capizzi è dottore di ricerca in diritto dell'economia e dell'impresa presso la Sapienza Università di Roma: e-mail antonio.capizzi@hotmail.it. Il presente lavoro è il contributo di una ricerca congiunta svolta dagli autori, nell'ambito di un progetto finanziato dallo *European Grouping for Territorial Cooperation* 'Euregio Tyrol-South Tyrol-Trentino', *Science Fund* IPN 3 G16, svolto in collaborazione con le Università di Trento e Innsbruck e diretto da Paolo Giudici. Gli autori sono grati a Francesca Redoano e Maria Vittoria Nanni per l'assistenza ricevuta nell'attività di ricerca. Gli autori sono inoltre grati per commenti ricevuti nel corso della presentazio-

durata di eventuali patti parasociali; ma avrebbe imposto, tra le altre cose, un capitale minimo di 120.000 Euro e meccanismi rigidi e costosi di amministrazione e controllo: si pensi al solo costo di un collegio sindacale composto da tre membri. La società a responsabilità limitata non avrebbe richiesto alcun rilevante capitale iniziale, né il collegio sindacale, né avrebbe posto limiti di durata ad eventuali patti parasociali; ma la costruzione delle relazioni con gli investitori sarebbe stata enormemente complicata dall'inflessibilità finanziaria del modello. In questa situazione, la disciplina non era appetibile per gli *start-tuppers*, che hanno sempre guardato al diritto societario degli Stati Uniti (del Delaware in particolare) come riferimento [2]; e così in qualche misura si tradiva l'intento del legislatore delegante del 2001 di riformare il diritto societario per "perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese" [3].

Con la crisi del debito sovrano del 2010-2012 e le spinte dell'Unione Eu-

---

ne di una prima stesura del lavoro al simposio 'The Law of Closed Corporations', tenutosi a Bolzano il 24-25 maggio 2019 e di quella tenuta al convegno organizzato dall'associazione Orizzonti del diritto commerciale a Roma il 14-15 febbraio 2020. Un ringraziamento particolare va a Casimiro A. Nigro, con cui gli autori hanno discusso diversi aspetti del lavoro nel corso di un incontro tenutosi al *Center for Advanced Studies on the Foundations of Law & Finance* di Francoforte il 6 novembre 2019 e al Professor Paolo Benazzo, che ha commentato una seconda bozza dell'articolo presentata in occasione del convegno ODC e ha consentito notevoli miglioramenti nella stesura finale. Tutti gli eventuali errori e le imprecisioni sono, ovviamente, responsabilità esclusiva degli autori. Il testo è frutto di un lavoro congiunto che ha interessato tutte le parti del testo; al solo scopo di facilitare l'individuazione dell'apporto di ciascuno degli autori si precisa che i §§ 1, 2, 3, 6.1 della Parte I, la Parte II e il § 15.7 della parte III sono attribuibili a Peter Agstner; i §§ 4, 5 e 6 (ad eccezione del § 6.1) della Parte I e la parte III (ad eccezione del § 15.7) sono attribuibili ad Antonio Capizzi; il § 17, l'introduzione e le conclusioni sono attribuibili a Paolo Giudici, direttore del progetto.

[1] Struttura finanziaria e governo societario sono le due facce di una stessa medaglia: O.E. WILLIAMSON, *Corporate Governance and Corporate Finance*, in *J. Fin*., 1988, 567 ss. Pertanto, quando nel testo si parlerà di inflessibilità finanziaria della s.r.l., si alluderà ad un aspetto specifico della costruzione generale dei rapporti tra soci imprenditori e soci finanziatori nella s.r.l., senza però mai dimenticare, appunto, il legame indissolubile esistente tra struttura finanziaria e governo societario.

[2] Sull'influenza, anche concorrenziale, del diritto societario del *Delaware* sia consentito il rinvio a P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev*., 2019, 597 ss. Sul ruolo del Delaware, v. *infra*, nt. 116 e 140.

[3] Cfr. art. 2, primo comma, lett. a), l. 3 ottobre 2001, n. 366. Per un'interpretazione tesa invece a valorizzare il principio in esame, inteso come una «*essenziale*, se non *la*, metanorma per interpretare il diritto societario in vigore dal 2004», cfr. L. ENRIQUES, *Società per azioni* (ad vocem), in *Enc. dir*., *Annali*, X, Milano, Giuffrè, 2017, 958 ss., in part. 958 (enfasi nel testo).

ropea tese a favorire interventi di rivitalizzazione della nostra economia, nell'auspicio che i problemi del debito pubblico potessero essere risolti con un incremento del tasso di crescita del prodotto interno, il legislatore è intervenuto sul diritto societario per modernizzarlo e lo ha fatto operando, come appariva certamente più facile, sulla s.r.l. L'intervento iniziale, poi proseguito con le riforme del 2015 e 2017, ha sostanzialmente ridisegnato la disciplina di questa società, rendendola finanziariamente più flessibile per dare la possibilità alle *startup*[4] di raccogliere apporti secondo il modello prevalentemente americano del finanziamento di *venture capital* (*venture capital financing* o *VC financing*). Con l'occasione, il legislatore del 2012 ha aperto le s.r.l. anche al mercato del capitale pubblico, attraverso la disciplina del *crowdfunding*.

Le riforme del 2012-2017 hanno tuttavia portato ad un'incompleta liberalizzazione della disciplina della s.r.l. Vista la dominante opinione secondo cui la s.r.l. sarebbe disciplinata in nome del massimo favore per la libertà negoziale[5], il legislatore ha forse pensato che, per fornire alle imprese innovative un veicolo appropriato, bastasse concedere alla s.r.l. libertà nella raccolta degli apporti (categorie di quote e possibilità di emettere strumenti finanziari) e nelle operazioni sulle proprie quote[6]. Così però non è: la s.r.l. della riforma del

[4] Ossia a imprese di nuova costituzione, di solito con pochi dipendenti, «supportate da investimenti esterni con lo scopo di sviluppare un prodotto o servizio innovativo, facilitarne la crescita e poi recuperare l'investimento tramite la vendita della partecipazione o un'*IPO*». Così E. POLLMAN, *Startup governance*, in *U. Pa. Law Rev.*, 2019, 155 ss.

[5] V. la dottrina citata *infra* alla nt. 56.

[6] La scelta del legislatore ha incontrato il plauso della dottrina: A. GUACCERO, *La* start-up *innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed* equity crowdfunding, in V. DI CATALDO-V. MELI-R. PENNISI, *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, 245 ss., in part. 246, il quale sottolinea come la s.r.l. sia il «modello più efficace per la sperimentazione della nuova imprenditoria»; P. BENAZZO, *La s.r.l.* start up *innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2014, 101 ss., in part. 106, il quale mette in evidenza la «sensazione che la s.r.l. sia oggi venuta ad assumere quel ruolo e quella funzione di laboratorio privilegiato per la sperimentazione innovativa in materia societaria». Utilizza l'espressione «prima donna del diritto societario» E. FREGONARA, *La start up innovativa, uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, Giuffrè, 2013, X. In senso critico v., invece, A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul* crowdfunding, in *Rivista ODC*, 2014, 28 ss., il quale sottolinea la competizione sleale del modello s.r.l. rispetto a quello della s.p.a., essendo il primo implicitamente identificato quale «veicolo d'elezione per lo svolgimento di attività ad elevato tenore di innovazione» ed essendo quindi divenuto «l'oggetto di un nutrito complesso di norme di privilegio […]. Viene da chiedersi se non sarebbe stato meglio abbassare il capitale minimo della s.p.a. introducendo soglie più basse compatibilmente con la normativa senza stravolgere l'assetto della s.r.l. già vittima di reiterati e contraddittori interventi normativi».

2003, sul cui corpo l'intervento del 2012-2017 ha innestato una buona dose di flessibilità finanziaria, non è affatto una società che riconosce ampio spazio alla libertà negoziale – almeno, non se si prende a riferimento la *corporation* del Delaware (per non parlare della *Limited Liability Company* dello stesso stato) o semplicemente la *GmbH* tedesca. Si tratta, invece, di una società la cui disciplina, secondo l'interpretazione consolidata, presenta una nutrita serie di norme imperative che limitano fortemente la libertà negoziale [7] e sono in contraddizione con il modello di società aperta al *VC financing* e al *crowdfunding* cui il legislatore pensava.

I nostri interpreti hanno subito individuato i punti di attrito creati dall'innesto della nuova sulla vecchia disciplina; tuttavia, e qui sta la ragione di fondo di questo articolo, essi hanno concentrato la propria analisi interamente sul tema del *crowdfunding*, dimenticandosi del *venture capital*. La circostanza che la disciplina della *startup* innovativa sia stata introdotta insieme a quella del c.d. *equity crowdfunding* ha spinto a pensare – a nostro parere in maniera ingiustificata – che l'intervento legislativo fosse funzionale al solo finanziamento via *crowdfunding* delle *startup*. Di qui lo sforzo della nostra dottrina di interpretare la disciplina della "nuova s.r.l." per conciliare il vecchio e il nuovo corpo normativo con le esigenze della raccolta tramite piattaforme di *crowdfunding* ovvero, addirittura, per ricostruire la disciplina della "nuova s.r.l." alla luce della disciplina del *crowdfunding* [8].

In questo lavoro proponiamo un'interpretazione della "nuova s.r.l." che tenga conto della circostanza che le riforme del 2012-2017 sono rivolte in primo luogo al *venture capital* e che i testi normativi devono rispondere, pertanto, non solo agli interrogativi posti dalla disciplina del *crowdfunding*, ma anche e soprattutto ai bisogni e ai problemi della contrattazione nelle operazioni di *VC financing*. L'angolo visuale che proponiamo rimette in discussione una buona parte dei temi relativi alla "nuova s.r.l." e suggerisce la ne-

[7] Che anche la Riforma del 2003 abbia conservato «in continuità con il passato e addirittura, talora, con spunti di ulteriore irrigidimento, una serie di capisaldi invalicabili dall'autonomia statutaria» v., con lucidità, da ultimo G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"? (Un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, 5 ss., in part. 8; v. già le considerazioni di O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, V, Padova, CEDAM, 2007, 31 ss.

[8] Cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 28 ss. V. inoltre gli autori citati *infra* alla nt. 174.

cessità di un'interpretazione adeguatrice della disciplina, favorevole all'autonomia negoziale della s.r.l. e tale da renderla realmente una "società tra negoziatori" [9].

Il lavoro è diviso in tre parti. Nella prima ripercorriamo sinteticamente la storia della s.r.l., per illustrare come in Italia, anche attraverso il confronto con altri ordinamenti europei, la disciplina della s.r.l., riconducibile in origine alla *GmbH* tedesca, abbia preso una propria traiettoria che l'ha condotta ad essere, nella nuova veste uscita dalla riforma del 2003, un modello comunque caratterizzato da un significativo numero di norme considerate imperative e in cui l'autonomia negoziale trova perciò ostacoli importanti. Nella seconda parte analizziamo la struttura della negoziazione tra una *startup* e i suoi finanziatori, per individuare i bisogni cui la riforma del 2012 intendeva dare risposta e che sono rimasti, a causa della spropositata attenzione verso il *crowdfunding*, nel limbo. Nella terza parte ci cimentiamo con l'esame di un'ampia serie di temi di diritto societario per proporre, laddove possibile, un'interpretazione adeguatrice della disciplina, non più tarata esclusivamente sulle esigenze di un fenomeno tutto sommato trascurabile come il *crowdfunding*, ma compatibile con lo sviluppo del *venture capital*.

Parte I: Storia ed evoluzione della disciplina

1. *La nascita della s.r.l. nell'Europa continentale.*

Sino al quinquennio di riforme 2012-2017 il diritto delle società di capitali italiano aveva confermato la sua tradizionale impronta dualistica: da un lato una s.p.a. che, pur avendo conosciuto una grande liberalizzazione delle regole in tema di raccolta della provvista finanziaria, era sottoposta alle regole particolarmente severe sul capitale sociale e su amministrazione e controlli; dall'altro lato una s.r.l. che, pur consentendo un apprezzabile spazio all'autonomia statutaria in punto di organizzazione interna, non essendo concepita quale "veicolo di investimento" non consentiva la medesima libertà dal lato del fi-

[9] È ricorrente in Italia l'affermazione che la s.r.l. sia una "società tra negoziatori", ossia tra soci capaci di tutelare autonomamente i propri interessi utilizzando al meglio l'autonomia statutaria. Se la valutazione è interna al sistema italiano, si può condividere; in un'ottica di comparazione, prendendo come riferimento la *Limited Liability Company* del Delaware, l'affermazione non è condivisibile (v. *infra* nt. 56 e testo corrispondente).

nanziamento [10]. Da tale caratteristica veniva e viene tuttora argomentata in Italia la tendenziale uniformità di intenti tra i soci di s.r.l., con impossibilità di concepire una distinzione tra soci "imprenditori" e soci "investitori" [11], oltre che il più ampio grado di derogabilità della disciplina, vista la non necessità di tutelare «un azionariato potenzialmente illimitato, disperso, per lo più disinformato e assenteista» [12].

Il dibattito sulle origini del dualismo s.p.a./s.r.l. sembra dunque dare per acquisito che la distinzione tra le due società di capitali, conosciuta in molti ordinamenti dell'Europa continentale, risponda a bisogni naturali del mercato e, quindi, costituisca una scelta obbligata. Al contrario, la contrapposizione tra il tipo della s.p.a./*AG*/*S.A*., e quello della s.r.l./*GmbH*/*s.à.r.l.* è molto più artificiale di quanto si possa ritenere, traendo le proprie origini da specifici processi storici verificatisi negli ordinamenti che la contemplano [13].

In estrema sintesi, la spinta è stata data dalla rimozione, verso la metà del XIX secolo, delle barriere alla libertà di costituzione delle società-persone giuridiche. Fino a tale fondamentale punto di svolta, infatti, le società di capitali erano solo "grandi", necessitando per la loro costituzione di una speciale autorizzazione governativa sul presupposto della loro "utilità per il benessere sociale" [14]. Con l'affermarsi del principio di libera costituzione [15], invece, il beneficio della responsabilità limitata veniva garantito, con le medesime forme organizzative sino ad allora conosciute, non solo a coloro che intendevano raccogliere capitali sul mercato per l'intrapresa di iniziative economiche di grande portata e ad alto rischio, ma anche agli imprenditori che più semplicemente intendevano evitare di mettere a rischio tutto il proprio patrimonio [16]. In

---

[10] Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Schlesinger*, I, Milano, Giuffrè, 2010, 49.

[11] V., tra i molti, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*[2], Padova, CEDAM, 105 ss.

[12] Così G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, CEDAM, 1985, 73.

[13] V. sul punto R. HARRIS, *The Private Origins of the Private Company: Britain 1862-1907*, in *Oxf. Jour. Leg. Studies*, 2013, 339 ss., 340: «unlike living organism, and contrary to a common misconception, business corporations did not begin small (and private) and only then grew bigger (and public)».

[14] V. R. HARRIS, *The Private Origins*, (nt. 13), 342. V. inoltre la ricca bibliografia citata in A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata. Un percorso storico*, in *Riv. trim. dir. proc. civ*., 2016, 1253 ss., in part. 1272.

[15] Su cui v. A. LEGNANI ANNICHINI, *Verso la responsabilità limitata*, (nt. 14), 1273 nt. 95.

[16] V. R. HARRIS, *The Private Origins*, (nt. 13), 346, il quale, per il caso del Regno Unito,

tale modificato scenario, la distinzione tra i due tipi parve offrire l'opportunità di discipline diverse in funzione della vocazione dell'organismo societario a ricorrere al pubblico per il loro finanziamento. La possibilità di ricorrere al mercato dei capitali sembrava dover imporre, almeno in Europa continentale, una regolazione più rigida e invasiva del fenomeno societario [17]; al contrario, si era disposti a concedere maggiore spazio all'autonomia statutaria qualora gli interessati avessero preventivamente rinunciato alla possibilità di ricorrere al mercato.

Quanto appena affermato trova riscontro nell'evoluzione subita dai due ordinamenti europei all'epoca economicamente più sviluppati, ossia il Regno Unito e la Germania. A fronte di un diritto societario ancora caratterizzato da una quasi totale autonomia statutaria e dall'assenza di controlli, interni ed esterni [18], si verificarono in entrambi detti paesi importanti scandali finanziari, che però provocarono reazioni differenti da parte dei due legislatori, tali da influenzarne decisivamente il successivo sviluppo.

2. *Il caso della Germania: l'utilizzo di norme di diritto societario a tutela dell'integrità del mercato.*

Più in particolare, la risposta tedesca ad una crisi finanziaria costituisce probabilmente uno dei fattori che, pur indirettamente, contribuì in misura determinante alla creazione di un nuovo tipo sociale per le società "chiuse", poi diffusosi nel resto dell'Europa continentale. Ci riferiamo al c.d. *Gründerkrach* verificatosi nel 1873 a valle del periodo di notevole crescita economica dei due anni precedenti (*Gründerboom*), le cui radici sono state individuate nella velocità con cui la Francia onorò le riparazioni impostele dopo la conclusione

mostra che ben prima del 1907, quando la "*private company*" venne ufficialmente disciplinata, il fenomeno fosse ampiamente diffuso.

[17] Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali sulle ragioni della scelta del tipo s.r.l.*, in *Riv. not*., 1992, 1 ss., in part. 15 e bibliografia *ivi* citata, secondo il quale «nella cultura europea dell'Ottocento in generale ed in quella tedesca d'inizio secolo in particolare i due aspetti erano visti come strettamente connessi o addirittura non venivano distinti. La protezione degli investitori non era cioè affidata a speciali strumenti di organizzazione e controllo dei mercati dei capitali, ma veniva realizzata all'interno della organizzazione e della struttura delle società per azioni, cioè degli emittenti più importanti ed anzi unici».

[18] Cfr. M. LUTTER, *Limited Liability Company and Private Company*, in CONARD-VAGTS (a cura di), *International Encyclopedia of Comparative Law*, *Business and Private Organizations*, vol. XIII/1, Tübingen, Mohr Siebeck, 2006, 4.

della guerra franco-prussiana [19]. La notevole diffusione tra il pubblico di titoli collocati da *Aktiengesellschaften* in assenza di qualsiasi regolazione causò ingenti perdite ad un esteso pubblico di piccoli risparmiatori. La reazione del legislatore tedesco si tradusse in una profonda riforma della *AG* attuata nel 1884 [20] al dichiarato fine di prevenire usi abusivi della responsabilità limitata in danno del pubblico dei risparmiatori, così rendendo l'utilizzo della società-persona giuridica meno attraente (e più costosa) per un gran numero di attività imprenditoriali di dimensioni non rilevanti [21].

Dette innovazioni legislative furono sin da subito percepite come superflue ed eccessivamente onerose per quelle società a ristretta base sociale in cui la forma della *AG* era stata scelta unicamente allo scopo di limitare la responsabilità dei soci e non anche per reperire risparmio presso il pubblico [22]. Fu così che, dopo una gestazione-lampo di soli quattro mesi [23], vide la luce la *GmbH*, una nuova forma organizzativa espressamente ideata per quelle attività imprenditoriali collettive, di norma ma non necessariamente medio-piccole e poco rischiose [24], alla ricerca della responsabilità limitata, ma: *i)* non disposte a

---

[19] Per ulteriori riferimenti, v. C. GERNER BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *The Modern Law Rev*., 2017, 263 ss., in part. 269-270; W. SCHUBERT, *Vom Konzessions– zum Normativsystem. Materialien zur Aktienrechtsnovelle 1870*, in *ZGR-Sonderheft* 21, 1 ss.

[20] V. il *Gesetz, betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften* del 18 luglio 1884 (*RGBl*. S. 123), il quale, riformando il diritto azionario all'epoca contenuto nell'*ADHGB* (sino alla sua "emancipazione" con l'*AktG* del 1937), innovò il regime costitutivo mediante l'introduzione di diversi meccanismi di tutela (controllo sull'atto costitutivo, pubblicità della costituzione, responsabilità dei soci fondatori) e ammodernò lo statuto organizzativo di detto tipo sociale, precisando e anche incrementando le competenze del consiglio di sorveglianza. La conseguenza segnalata fu la minore attrattività dell'*AG* per imprese di modeste dimensioni con compagine sociale ristretta. In dottrina, per i dettagli, si veda H. FLEISCHER, *Einleitung*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2015, *Rdn*. 51; P. HOMMELHOFF, *Eigenkontrolle statt Staatskontrolle*, in W. SCHUBERT-P. HOMMELHOFF (a cura di), *Hundert Jahre modernes Aktienrecht*, Berlin, De Gruyter, 1985, 64 ss.

[21] V. sul punto T. GUINNANE-R. HARRIS-N.R. LAMOREAUX-J.L. ROSENTHAL, *Putting the Corporation in its Place*, in *Enterprise & Society*, 2007, 687 ss., in part. 697-698 e la bibliografia *ivi* citata, da cui emerge che all'epoca numerose imprese di rilevanti dimensioni erano esercitate da società non dotate di responsabilità limitata; v. inoltre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 266.

[22] V. M. LUTTER, *Limited Liability Company*, (nt. 18), 4; C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 295.

[23] V., per ulteriori riferimenti sul punto, H. FLEISCHER, *Einleitung*, (nt. 20), *Rdn*. 64-68.

[24] Infatti, i dati statistici dell'epoca dimostrano che nei primi trent'anni di vigenza della *GmbH*

sottoporsi alla rigida struttura della *AG* così come da ultimo novellata; *ii)* non interessate a finanziarsi sul mercato. Di qui, tra le altre novità, il divieto di incorporazione in azioni delle quote di partecipazione e la necessità di un atto pubblico per il loro trasferimento [25].

3. *Il caso del Regno Unito: la tutela del mercato tramite regole di trasparenza.*

Al contrario, il Regno Unito, che pure sperimentò bolle speculative a seguito dell'affermarsi della *freedom of incorporation* con le riforme del 1847 e 1856 [26], reagì adottando una diversa strategia di riforma [27], in ciò poi sostanzialmente seguito dall'esperienza nordamericana. Sulla base di quanto osservato dal c.d. "Comitato Davey" del 1895, nel 1900 il Parlamento emanò il *Companies Act* al preciso scopo di regolare la collocazione presso il pubblico di titoli azionari. È interessante notare che in tale processo di riforma il legislatore inglese non prese in considerazione la recente esperienza tedesca delle riforme 1884-1892, tutta basata sull'utilizzo di norme imperative di diritto societario, optando invece per una regolazione tutta basata sulla distinzione tra

un numero molto elevato di esse avevano oggetto sociale particolarmente innovativo, o comunque, rischioso, depositando peraltro la maggior parte dei nuovi brevetti per invenzione: v. al riguardo le accurate informazioni riportate da A. CASICCIA, *Le società a garanzia limitata nella legislazione comparata*, Torino, F.lli Bocca, 1927, 37 ss. Ciò a dimostrazione del fatto che una fetta importante del ceto imprenditoriale necessitava non solo una "società di persone a responsabilità limitata", ma di una "società di capitali semplificata" per l'intrapresa di affari altamente speculativi e rischiosi.

[25] La necessità dell'atto notarile fu espressamente ricollegata, in sede di discussione parlamentare, alla necessità di evitare la creazione di un mercato delle partecipazioni: v. le note esplicative alla legge del 1892 in *Stenographischer Bericht über die Verhandlungen des Reichstages*, *8 Legislaturperiode, I Session 1890/1892, 5. Anlagenband*, *Reichstag Aktenstück* Nr. 660, 3724, 3729. Sul punto v. anche quanto osservato da G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 67-68 e la bibliografia *ivi* citata, secondo il quale la soluzione fu dettata dal timore «relativo alla possibilità che il principio della libera trasferibilità delle quote, dando vita ad un potenziale mercato delle stesse similmente a quanto accade con le azioni, fornisse l'espediente per una utilizzazione distorta della nuova figura da parte di organismi a base associativa numerosa, preoccupati di sfuggire alla più severa disciplina della società per azioni».

[26] V. sempre C. GERNER-BEUERLE, *Law and Finance*, (nt. 19), 274, e la bibliografia *ivi* citata.

[27] Cfr. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 66 nt. 3, nel senso che l'introduzione delle *private companies* avvenne «per venire incontro alle medesime esigenze che avevano suggerito altrove l'introduzione della s.r.l.».

due "modelli" (*private*/*public*) di un medesimo tipo sociale dotato di personalità giuridica, la *company*, in funzione della sua apertura o meno al mercato del capitale di rischio [28]. La *public company* fu quindi sottoposta a regole più stringenti non tanto in tema di costituzione o organizzazione, quanto in materia di pubblicità dei dati di bilancio e di pubblicità nel collocamento dei propri titoli sul mercato [29]. Al contrario, la *private company* era definita per la prima volta dalla *section* 37 del *Companies Act* solo in funzione dell'esenzione dalle appena citate regole di *disclosure* e appello al pubblico risparmio, come quella società il cui statuto: *i*) prevedesse delle limitazioni alla circolazione delle proprie azioni; *ii*) limitasse il numero massimo di azionisti a cinquanta; *iii*) proibisse qualsiasi forma di collocamento presso il pubblico di qualsiasi titolo, azionario o obbligazionario, emesso dalla società medesima [30].

4. *La nascita della s.r.l. nell'ordinamento societario italiano.*

Come appena osservato, entrambi gli ordinamenti definivano il neonato tipo (in Germania) o modello (in Inghilterra) di società chiusa sostanzialmente in base all'ampia autonomia statutaria ad esso concessa, utilizzabile dai soci per gli scopi concreti più disparati: dalla piccola impresa familiare, o società di persone a responsabilità limitata, sino a imprese ad alto rischio, come aveva ben compreso Tullio Ascarelli già nel 1924 [31]; il costo imposto per godere di siffatta ampia libertà di autoorganizzazione era dato dal divieto di ricorrere al pubblico risparmio.

La "pioniera" *GmbH* esercitò poi, seppure con intensità varia, una notevole forza attrattiva nei confronti degli altri legislatori societari dell'Europa continentale, tanto da venire considerata orgogliosamente da Marcus Lutter come «uno dei prodotti legali d'esportazione più importanti e di maggiore successo» [32]. Emblematico è il caso della vicina Austria, che introdusse la *GmbH* nel

---

[28] Cfr. T. Guinnane-R. Harris-N.R. Lamoreaux-J.L. Rosenthal, *Putting the Corporation in its Place*, (nt. 21), 705.

[29] Celebre l'analisi di P.G. Mahoney, *Mandatory disclosure as a solution to agency problems*, in *Un. Chicago Law Rev.*, 1995, 1047 ss., in part. 1063 ss.

[30] Ne dà atto P.L. Davies-S. Worthington, *Principles of Modern Company Law*[10], Sweet & Maxwell, London, 2016, 12-14.

[31] Cfr. T. Ascarelli, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm*., 1924, I, 419 ss., in part. 420.

[32] M. Lutter, in M. Lutter-P. Ulmer-W. Zöllner (a cura di), *Festschrift 100 Jahre*

1906 [33]; similmente, in Francia, a seguito della pressione competitiva causata dalla riannessione dell'Alsazia-Lorena, nel 1925 [34] fu introdotta, accanto alla *société anonyme*, la *société à responsabilité limitée*, la cui disciplina prevedeva numerose cautele per evitare che si finanziasse presso il pubblico [35]. Anche in Italia, che pure conservò la *GmbH* nei territori annessi dopo il primo conflitto mondiale [36] e che aveva considerato, per poi scartare, l'ipotesi di introdurre nel Codice di Commercio del 1882 [37], un tipo ispirato alla *private company* inglese [38], sia il Progetto Vivante sia il Progetto D'Amelio contemplavano l'introduzione di un tipo di società "a garanzia limitata" cui, tra le altre cose, fosse impedito di ricorrere al pubblico risparmio per finanziarsi [39]. Tale

GmbH-Gesetz, Köln, Otto Schmidt, 1992, 49: «einem unserer wichtigsten und erfolgreichsten Exportartikel im Recht».

[33] Per riferimenti v. M. STRAUBE-T. RATKA, *Einführung*, in M. STRAUBE-T. RATKA-A. RAUTER (a cura di), *Wiener Kommentar GmbHG*, Wien, Manz, Stand 1.12.2014, *Rdn*. 23: «GmbH nach deutschem Vorbild».

[34] Con la *Loi* 7 *mars* 1925, il cui testo è riportato da G. ACERBI, *Alcuni materiali per la storia delle società a garanzia/responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2012, 1184 ss., in part. 1192 ss.

[35] Tra le quali: il divieto di esercitare attività bancaria e assicurativa (art. 2); la proibizione, stabilita dall'art. 4, di una costituzione per pubblica sottoscrizione, a pena di nullità della società (art. 9), oltre che di emettere, sempre per pubblica sottoscrizione, «*valeurs mobilières quelconques*»; la punizione, con ammende notevoli e financo con la reclusione, degli amministratori di *s.à.r.l.* che «*directement ou par personne interposée, ont ouvert una souscription publique à des valeurs mobilières quelconques pour le compte de la société*» (art. 27); il divieto di incorporazione delle partecipazioni sociali (art. 21); il necessario consenso di almeno i tre quarti del capitale sociale per la cessione a non soci (art. 22); la opponibilità delle cessioni di quote alla società e ai terzi solo in caso di notificazione o accettazione della cessione (art. 23).

[36] Sulla singolare vicenda storica v. G. ACERBI, *Alcuni materiali,* (nt. 34), 1238 ss., nonché M. STELLA RICHTER JR., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, Milano, Giuffrè, 2011, 1 ss.

[37] Che, tra l'altro, prevedeva una modernissima disposizione in tema di "pubblica sottoscrizione" di obbligazioni emesse da anonime per alcuni versi anticipatrice di quella sviluppatasi nel Regno Unito (v. *supra* il § 3), contenuta all'art. 172 del Codice di Commercio, il cui secondo comma stabiliva che «Se l'emissione si fa col mezzo di pubblica sottoscrizione, la deliberazione stessa, insieme col progetto del manifesto indicato nell'articolo seguente, dev'essere depositata presso il tribunale civile per i provvedimenti indicati nell'art. 91»; v. ampiamente sul punto la completa ricostruzione offerta da G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, in ID., *60x60*, I, Roma, Colombo, 2010, 245 ss. (ma già in *Riv. dir. comm*., 1988, I, 431 ss.), in part. 258 e bibliografia *ivi* citata.

[38] Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc*., 2019, 645 ss., in part. 648, ove ulteriori riferimenti.

[39] V. quanto osservato da A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, in *Progetto preliminare*

obiettivo veniva realizzato prevedendo un numero massimo di soci [40], limitazioni alla circolazione delle quote [41], oltre che, come per la *GmbH* tedesca, la forma notarile per l'atto di cessione.

Tuttavia, il sostanziale allineamento dei progetti di riforma italiani con quelli europei fu abbandonato con il progetto di riforma del 1940 [42] e poi confermato in sede di emanazione del Codice civile, quando la differenza normativa tra s.r.l. e s.p.a. si ridusse pesantemente in forza dell'ampio richiamo operato dal legislatore del 1942 alla disciplina della s.p.a., tanto da fare guadagnare alla neonata s.r.l. l'appellativo di "piccola s.p.a. senza azioni" [43]. Quali tratti

per il nuovo Codice di Commercio, redatto dalla Commissione Ministeriale per la riforma della legislazione commerciale presieduta dal prof. Cesare Vivante, Milano, Hoepli, 1922, 311 (ma anche in *Scritti giuridici*, II, Padova, CEDAM, 1939, 231 ss.), sulla necessità di assoggettare il nuovo tipo a una «severa disciplina legislativa, che le impedisca, in quanto possibile, di tendere insidie al pubblico credito». Ancor più esplicitamente si esprimeva T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 31), 425: «l'intento economico che il legislatore si è prefisso nel regolare la costituzione delle società a responsabilità limitata in tutti i diritti nei quali essa è ammessa, è stato quello di impedire l'appello al gran pubblico per la loro costituzione; il pubblico non è protetto e garantito nei riguardi delle società a responsabilità limitata, che non sono come le anonime soggette a rigorose pubblicità, il pubblico non deve ad esse partecipare».

[40] Indicato in venticinque sia dall'art. 144 del Progetto Vivante sia dall'art. 147 del Progetto D'Amelio. E v. sempre A. ASQUINI, *Le società a garanzia limitata*, (nt. 39), 315: «quando si tratta di società le quali devono reclutare il capitale in larghe sfere del pubblico e devono riunire un grande numero di soci, tra i quali ogni rapporto di reciproca conoscenza e fiducia fa difetto, solo la società anonima è la forma adatta, perché l'organizzazione interna della società anonima è eminentemente orientata nel senso di dare alla moltitudine dei soci la massima tutela di fronte alla ristretta cerchia di persone a cui l'amministrazione della società è affidata».

[41] V. il diritto di prelazione in favore degli altri soci, oltre che il divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito, stabilito dall'art. 146 del Progetto Vivante e dall'art. 149 del Progetto d'Amelio.

[42] Sul "passo indietro" compiuto sul punto dal Progetto Asquini v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Milano, Giuffrè, 1982, 31. Per uno sguardo d'insieme a queste tematiche v. ora M. STELLA RICHTER JR., *Profilo storico*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, I, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 8 ss.

[43] V., tra i tanti, G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 683 ss., e M. BIONE, *La nuova società a responsabilità limitata: cenni introduttivi*, in M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, LXV, Padova, CEDAM, 2012, 1 ss. Più severo il giudizio di A. MIGNOLI, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. soc.*, 1990, 1 ss., in part. 14, che definiva la s.r.l. una «brutta copia della società per azioni […] poche le differenze e non di grande rilievo, sempre angusto lo spazio lasciato alle iniziative e alla fantasia di chi vuole indossare questa veste». Per una ras-

caratterizzanti autonomi rimasero, oltre al divieto di ricorrere al pubblico risparmio [44], un minore ammontare minimo del capitale sociale, regole di funzionamento interno più snelle e capaci di assicurare la rilevanza delle persone dei soci e l'obbligatorietà dell'organo di controllo nell'ipotesi di capitale sociale pari a quello della s.p.a. Quello che, invece, più gravemente si perse a seguito della predetta forte assimilazione tra i due tipi capitalistici furono importanti spazi di autonomia statutaria, conservati invece intatti nell'originario modello di riferimento della *GmbH* tedesca [45].

5. *La riforma italiana del 2003.*

L'approccio di politica legislativa cambiava solo parzialmente con la riforma societaria del 2003, pur nella conferma del carattere chiuso della s.r.l. [46].

segna circa la fortuna dell'espressione v. M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali*, (nt. 17), in part. 13 nt. 29.

[44] La cui ricaduta in termini di disciplina positiva si aveva soprattutto: *i)* nel divieto di rappresentazione cartolare delle quote, visto come un ostacolo alla loro agevole circolazione; *ii)* nell'obbligo della forma notarile per l'atto di trasferimento (v. sul punto G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 23); *iii)* nel divieto di ricorrere al procedimento di costituzione per pubblica sottoscrizione (v. la Relazione ministeriale al Codice civile, n. 1008; sul punto G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, sub *art. 2475*, Bologna, Zanichelli, 1966, 38, riconduce tale inapplicabilità alla volontà di escludere «la possibilità di fare appello al capitale anonimo su quella larga scala che il codice ha invece consentito al fine di raggiungere le "maggiori" dimensioni delle società azionarie»).

[45] Paradigmatica espressione di tale approccio assolutamente liberale è il (noto) § 45 *GmbHG*, ai sensi del quale «i diritti che spettano ai soci nelle vicende della società, in particolare con riguardo alla conduzione degli affari sociali, così come l'esercizio degli stessi, si determinano, salvo contraria disposizione di legge, in base al contratto di società». Detta disposizione esprime, anche in contrapposizione alla normativa più rigida della *AG*, «die Flexibilität des Innenverhältnisses als wesentliches Strukturelement der GmbH, welches diese deutlich von der weniger flexiblen Aktiengesellschaft unterscheidet»: così T. LIEBSCHER, *Kommentar zu § 45*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar GmbH-Gesetz*, Bd. 2, (nt. 20), *Rdn*. 2. Di converso, esemplificativo della rigidità della originaria disciplina della s.r.l. italiana era il richiamo parziale operato dal vecchio art. 2495 c.c. al solo art. 2441, primo comma, c.c., il che faceva dubitare che fosse possibile per l'assemblea escludere il diritto d'opzione all'infuori del caso di aumento da liberare mediante conferimenti in natura: cfr. G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 44), 337; *contra* G.C.M. RIVOLTA, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 361; per ulteriori riferimenti G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art. 2481*-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, Egea-Giuffrè, 2008, 1179 ss., in part. 1187 nt. 23; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530.

[46] Con tutte le conseguenze che ne discendono sul piano della disciplina, tra cui spicca

Infatti, è indubbio che il legislatore delegato abbia accentuato l'autonomia della s.r.l. rispetto alla s.p.a., predisponendo – come imposto dall'art. 3, primo comma, lett. a), l. 366/2001 – un complesso di norme «autonomo ed organico» [47], con conseguente venir meno della consolidata "dipendenza" del nostro tipo rispetto a quello azionario [48]; è altrettanto innegabile, però, che lo stesso legislatore delegato, pur consentendo ai soci di s.r.l. di adottare diversi "modelli tipologici" di s.r.l. [49], ha sfruttato solo in parte la possibilità di «prevedere un'ampia autonomia statutaria [50] [anche] riguardo […] agli strumenti di tutela degli interessi dei soci», concepita dalla legge delega al fine generale di favorire la competitività delle imprese [51].

Il risultato è stato così la costruzione di un tipo societario principalmente

il divieto di offerta al pubblico delle quote di partecipazioni di cui all'art. 2468, primo comma, c.c.

[47] Cfr. A.A. DOLMETTA, *Sul "tipo" s.r.l.*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 15 ss.; G. MARASÀ, *La s.r.l. come società di capitali e suoi caratteri distintivi dalla s.p.a.*, in ID. (a cura di), *La riforma di società, cooperative, associazioni e fondazioni (Scritti)*, Padova, CEDAM, 2005, 107 ss.; P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata)*, in G. CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, CEDAM, 2004, 31 ss. Nonostante ciò, la disciplina codicistica contiene ancora numerosi richiami alla disciplina della s.p.a., come nota criticamente G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 19, e gli autori citati alla nt. 24; di pari avviso, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 58 ss.

[48] Con la conseguenza che eventuali lacune vadano colmate, se possibile, facendo applicazione di principi desunti dallo stesso corpo normativo dettato per la s.r.l.: così, tra i tanti, M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche della introduzione di una nuova disciplina per le società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ.*, 2004, 11 ss., in part. 18.

[49] Il termine "modelli" è utilizzato dalla dottrina con una miriade di diversi significati, sicché quello utilizzato nel testo – che intende il modello come frutto del concreto esercizio da parte dei soci degli spazi di autonomia statutaria concessi – è solo uno di quelli possibili: v. al riguardo le acute osservazioni di A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), 39 ss. e la bibliografia *ivi* citata, il quale, dopo aver messo in luce come la dottrina utilizzi il termine «unificando (in modo non sempre ordinato e consapevole) una gamma assai eterogenea di significati» e precisando che si tratta di fenomeno inevitabile, trattandosi di concetto indeterminato, distingue tra: i) modello inteso quale sinonimo di tipo socio-economico (contrapposto al tipo legale); ii) contrapposizione tra "modelli legali" e "modelli statutari"; iii) modello come sinonimo di tipo normativo; iv) modello frutto dell'esercizio dell'autonomia statutaria all'interno delle regole del tipo legale; v) modello legale quale insieme punti di riferimento costituiti da norme dispositive, contrapposto al tipo legale, sommatoria invece da norme imperative.

[50] Cfr. art. 3, primo comma, lett. b), l. 366/2001.

[51] Cfr. art. 2, primo comma, lett. a), l. 366/2001.

funzionale allo svolgimento di attività d'impresa tra "soci imprenditori" [52], dotata, per un verso, di notevole flessibilità nella definizione *tailor-made* della struttura organizzativa interna, ma, per l'altro verso, soprattutto a causa di una certa lettura data dalla dottrina al principio di «rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali tra soci» [53], compressa da una serie di norme (ritenute dai più imperative [54]) volte a conservarne il carattere chiuso, a tutelare il peso reciproco dei soci e a impedire l'ingresso di "soci finanziatori" [55]. La definizione, parimenti diffusa in dottrina, della s.r.l. come società "tra negoziatori" [56] può allora essere ritenuta accettabile a condizione che si ricordi come

[52] Cfr. per tutti C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, (nt. 11), 7 ss.

[53] Cfr. Art. 3, primo comma, lett. a), l. 366/2001.

[54] Cfr., però, per una diversa impostazione volta a valorizzare il massimo l'autonomia statutaria P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l. e l'autonomia statutaria*, Padova, CEDAM, 2017, 166 ss., in part. 197 (ma v. già, per una prima esposizione della tesi, ID., *Rilevanza centrale del socio e autonomia statutaria nella s.r.l.*, in *Riv. dir. soc*., 2011, 924 ss.), ove si rileva come, nonostante la legge delega equipari l'importanza della "rilevanza centrale del socio" e dei "rapporti contrattuali tra soci", «molto spesso, però, e specie quando dalla rilevanza centrale si desumono limiti all'autonomia statutaria, il riferimento ai rapporti contrattuali sembra scomparire, riapparendo, invece, simmetricamente, quando tale principio generale viene coordinato con l'importanza dell'autonomia statutaria in un'ottica coerente ed unitaria, e non giustapposto ad essa» (*ivi*, 195). Secondo il condivisibile giudizio dell'A., invece, i due termini non possono entrare in conflitto ma devono essere coordinati «in un'ottica unitaria di rimozione dei limiti alla libertà contrattuale dei soci che non si giustifichino alla luce di interessi di soggetti terzi» (*ivi*, 196-197), pena il paradosso di una società in cui a fronte di una massima autonomia statutaria, partecipata da soci "autosufficienti ed adulti", «la centralità della loro posizione diventa un vincolo per loro stessi» (*ivi*, 196 nt. 88).

[55] Cfr. A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), 58, per la notazione secondo cui la "flessibilità" imposta dal legislatore delegante avrebbe potuto intendersi in tre diverse accezioni: i) come sinonimo di libertà statutaria; ii) come sinonimo di adattabilità del tipo; iii) come sinonimo di elasticità e semplificazione del funzionamento.

[56] Cfr. P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. tra modelli legali e statutari*, in *Società*, 2003, 1062 ss., in part. 1069; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 14; A. PERRINO, *La nuova s.r.l. nella riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc*., 2002, 118 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Autonomia privata e strumenti per l'esercizio delle imprese minori*, in *Riv. soc*., 2010, 1274 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 502; ID., *La società a responsabilità limitata nella riforma. Modelli legali e statutari*, in P. BENAZZO-F. GHEZZI-S. PATRIARCA (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 44 ss. e già ID., *S.r.l. contro s.p.a. nella legislazione recente*, in *Giur. comm*., 1995, I, 391 ss., in part. 425; da ultimo M. STELLA RICHTER JR., *In tema di recesso dalla società a responsabilità limitata*, destinato per la pubblicazione in *Riv. dir. comm*., pag. 6 del dattiloscritto. Analogamente, per mettere in evidenza il carattere di soci "non negoziatori" (o comunque "non imprenditori") dei sottoscrittori di quote su piattaforme di *crowdfunding*, P. BENAZZO, *Cate-*

nella disciplina *pre*-2012, secondo la dottrina prevalente gli spazi di libertà statutaria erano comunque sostanzialmente limitati alla migliore definizione della *corporate governance*. Infatti, rimaneva impregiudicata l'impostazione paternalistica [57] volta ad assicurare un equilibrio etero-imposto tra maggioranza e minoranza e una rilevanza centrale del socio individualmente inteso [58], senza differenziazione tra soci attivi e passivi o soci imprenditori e soci finanziatori. In altre parole, l'interpretazione maggioritaria data alla riforma del 2003 non ha immaginato un corpo di norme capaci di accogliere, oltre le esigenze delle piccole-medie imprese tra pochi soci tutti imprenditori, anche le istanze di quelle imprese in fase di crescita che vedono la coesistenza tra soci imprenditori e sofisticati finanziatori privati.

Dell'inadeguatezza funzionale della s.r.l. così uscita dalla riforma del 2003 rispetto alle esigenze di massima flessibilità contrattuale delle imprese innovative pare – almeno in linea di principio – essersi accorto anche il legislatore delle riforme del 2012-2017 che, come abbiamo accennato, ha seguito la duplice strada di consentire anche alla s.r.l. di: *i*) utilizzare alcuni strumenti, sino ad allora riservati alla s.p.a., tipici della prassi *VC*; *ii*) fare appello al pubblico risparmio tramite il *crowdfunding*. A questo punto, occorre ripercorrere i diversi passaggi di questa evoluzione normativa al fine di verificare se "l'esperimento legislativo" sia effettivamente riuscito e possa contribuire allo sviluppo di un efficiente ecosistema di imprese *VC-backed*.

---

gorie 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.

[57] Per una critica a tale atteggiamento v. L. ENRIQUES, *Corporate governance reforms in Italy: What has been done and what is left to do*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, 477 ss., in part. 510-512.

[58] Cfr. in generale sulla solo apparente apertura della riforma alla libertà degli operatori economici, L. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Mercato, conc., reg*., 2005, 145 ss., in part. 171 ss. e, per la s.r.l., 181-182, ove il giudizio estremamente critico secondo il quale i pochi spazi di maggiore autonomia riconosciuti ai soci di s.r.l. hanno «un contrappeso nella previsione di una serie di disposizioni inderogabili a tutela delle minoranze dall'impatto potenzialmente dirompente sulla gestione dell'impresa. L'esame della nuova disciplina nel suo complesso rileva in effetti come il tipo S.r.l. possa rivelarsi, piuttosto che il luogo "dove si puote ciò che si vuole", un inferno per quelle compagini sociali all'interno delle quali sorgano dissidi». Su questi temi v. *amplius*, per i temi di più stretto interesse per la nostra ricerca, *infra* il § 12.

6. *Le riforme del 2012-2017.*

6.1. *Il prologo: la competizione tra ordinamenti europei in materia di società chiuse dopo Centros.*

Il menzionato processo di profonda riforma attuato dal legislatore italiano nel quinquennio 2012-2017 trova il proprio prologo in un più ampio fenomeno di vera e propria competizione tra gli ordinamenti europei in materia di società chiuse [59], innescato dalla nota giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di libertà di stabilimento [60]. Tale competizione [61] si è concentrata, seguendo anche gli auspici della Commissione Europea [62], proprio sulle P.M.I., individuate come campo di intervento elettivo al fine di facilitare la creazione di nuove imprese e la crescita di quelle già esistenti [63] e si è risolta in un generale rilassamento delle norme già esistenti, prendendo a modello i sistemi inglese e nordamericano [64]. Messa a confronto con le proprie cugine, la s.r.l. italiana

---

[59] Per una panoramica di tali interventi, v. H. FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen im Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *NZG*, 2014, 1081 ss.; M. NEVILLE-K.E. SØRENSEN, *Promoting entrepreneurship-the new company law agenda*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2014, 545 ss.; M. VENTORUZZO, *The role of comparative law in shaping corporate statutory reforms*, in *Duq. Law Rev*., 2014, 165 ss.

[60] Su cui cfr., per una recente visione di sintesi, S. LOMBARDO, *Regulatory competition in European company law. Where do we stand twenty years after Centros?*, in *Riv. dir. banc*., 2019, 297 ss.; A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies in Europe: trends, variations, competition*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev*., 2017, 187 ss.; M. GELTER, *Centros and defensive regulatory competition: some thoughts and a glimpse at the data*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev*., 2019, 467 ss.; C. GERNER-BEUERLE-F.M. MUCCIARELLI-E.P. SCHUSTER-M. SIEMS, *The illusion of motion: corporate (im)mobility and the failed promise of* Centros, *ivi*, 425 ss., i quali escludono che dalla giurisprudenza della Corte nel prossimo futuro possa emergere un nuovo "Delaware europeo", limitandosi la competizione ai temi del capitale minimo e della costituzione. Per una comparazione tra Stati Uniti e Europa, v. M. VENTORUZZO, *Cost-based and rules-based regulatory competition: markets for corporate charters in the U.S. and the E.U.*, in *NY Univ. Journ. Law*, 2006, 91 ss.

[61] Per alcuni dati empirici R. BRAUN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-L. HORNUF, *Does charter competition foster entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reform*, in *Journ. Common Mark. Stud*., 2013, 399 ss.

[62] Cfr. lo *Small Business Act for Europe* del 2008 [COM(2008) 394 final].

[63] V. in Francia la *Loi Dutreil pour l'initiative économique* del 2003; in Italia la stessa Riforma del 2003; in Germania il *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen* del 2008; in Spagna la *Ley de la sociedad limitada Nueva Empresa* del 2003; in Olanda la *Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht* del 2012.

[64] V., per una sistematizzazione, H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1085 ss.

uscita dalla Riforma del 2003, con le peculiari norme imperative a tutela delle reciproche posizioni dei soci che la definivano, ha mostrato tutti i suoi limiti.

In tale contesto a cadere sotto i colpi degli interventi riformatori è stato per primo il capitale sociale minimo, che sino alla fine del XX° secolo era invece previsto anche per le società chiuse da pressoché tutti gli ordinamenti europeo-continentali [65], mentre oggi è ammessa in molte nazioni la possibilità di costituire una s.r.l. con capitale di un solo euro [66]. Un altro aspetto oggetto di revisione, in quanto considerato (a torto o a ragione) un ostacolo alla creazione di nuove imprese, è quello delle formalità previste per la registrazione, con una particolare attenzione alla costituzione per via telematica o, comunque, alla semplificazione dei relativi adempimenti [67].

Particolare enfasi è stata, infine, attribuita alla predisposizione di sotto-tipi della s.r.l. dedicati alle nuove iniziative imprenditoriali e caratterizzati da una forte semplificazione, se non addirittura da una standardizzazione, della loro articolazione statutaria [68]. Tra di essi si annoverano: la *sociedad limitada nueva empresa* (*SLNE*) introdotta, seppur senza particolare successo [69], in Spagna nel 2003; la *Unternehmergesellschaft* (*UG*), nata in Germania nel 2008; la *société privée à responsabilité limitée-starter* (*SPRL*-S), introdotta in Belgio nel 2010 e poi abolita a seguito della riforma generale del diritto societario del

[65] Nella misura di euro 7.500 per la *s.à.r.l.* francese, di euro 10.000 per la s.r.l. italiana, di euro 18.000 per la *BV* olandese, di euro 25.000 per la *GmbH* tedesca e di euro 35.000 per quella austriaca.

[66] Per la s.r.l.s. e la s.r.l. a capitale ridotto, considerate come varianti della s.r.l., suoi sotto-tipi o, più genericamente, regimi derogatori di norme (sino ad allora inderogabili) del tipo s.r.l., v. M. CIAN, *S.r.l., s.r.l. semplificata, s.r.l. a capitale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc*., 2012, 1104 ss.; G. FERRI JR., *Prime osservazioni in tema di società a responsabilità limitata semplificata e di società a responsabilità limitata a capitale ridotto*, in *Riv. dir. comm*., 2013, II, 135 ss.; G. RACUGNO, *Il capitale sociale nelle s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 145 ss.; M. RESCIGNO, *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2013, 65 ss. Le due eccezioni al fenomeno sono l'Austria e la Germania, che continuano a richiedere un capitale minimo piuttosto elevato, sebbene in Austria sia ammesso il peculiare regime della *Gründungsprivilegierung* (§ 10b *GmbHG*). Per ulteriori dettagli v. M. GRIMM, *Die Finanzverfassung der kleinen Kapitalgesellschaft. Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Reformdiskussion in Europa*, Duncker & Humblot, Berlin, 2013, 51 ss.; A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies,* (nt. 60), 197 ss.

[67] Cfr. H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1086.

[68] Cfr. sul punto H. FLEISCHER, *Internationale Trends*, (nt. 59), 1088-1089; G.B. PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale* quo vadis*?)*, in *Riv. soc*., 2010, 1237 ss.

[69] Cfr. A. BARTOLACELLI, *Almost capital-less companies*, (nt. 60), 199.

2019 [70]; in Italia la s.r.l.s., originariamente introdotta nel 2012 per i soli soci *under* 35, poi aperta nel 2013 a qualsiasi età anagrafica [71]; in Danimarca la *ivaersaetterselskab* (*IVS*), creata nel 2014 sul modello della *UG* tedesca, e poi anch'essa abolita nel aprile 2019 [72].

Tuttavia, sfuggiva all'attenzione dei diversi legislatori nazionali [73], forse perché in parte già attrezzati a fare fronte a tale realtà [74], l'esigenza di predisporre per imprese innovative un *level playing field* adatto alla libera negoziazione privata dell'ottimale assetto finanziario e gestionale dell'impresa. Gli ulteriori interventi riformatori, susseguitisi nel lustro 2012-2017, dovevano liberare la s.r.l. dal "fardello" di norme imperative (espresse o qualificate tali dalla dottrina) dettate per la regolamentazione di una fenomenologia, quella delle P.M.I. "tradizionali", diversa da quella delle *startup* innovative.

---

[70] V. art. 5:1 ss. del *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019.

[71] Per alcuni dati empirici sui costi di costituzione delle s.r.l.s., v. L. LAVECCHIA-C. STAGNARO, *There ain't no such thing as a free deed: the case of Italian notaries*, in *Eur. Journ. Law Econ*., 2019, 277 ss.

[72] In argomento, v. ora J.L. HANSEN, *Editors'Note: Companies without Legal Capital and the Strange Case of Denmark*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev*., 2019, 677, in part. 680 ss., il quale ricorda le ragioni politiche (discutibili) che hanno motivato siffatta abolizione, individuate da una commissione governativa nell'abusivo utilizzo dell'*IVS* per atti di evasione fiscale.

[73] Un'eccezione è ora rappresentata anche dalla Slovenia, la quale, con una modifica al codice di commercio entrata in vigore il 1° gennaio 2017, sull'esempio della *société par actions simplifiée* (*SAS*) francese, ha introdotto il nuovo tipo societario della s.p.a. semplificata, dotata di maggiore flessibilità sul piano gestionale e finanziario, con il preciso obiettivo di politica legislativa di favorire la costituzione e lo sviluppo di imprese innovative finanziate da *VCs*. Per uno sguardo d'insieme sulle principali novità, v. M. PATAKYOVÀ-M. KAČALJAK-B. GRAMBLIČKOVÁ-J. MAZÙR, *Slovak Simple Joint Stock Company – Critical Review and Preliminary Assessment*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev*., 2020, 205 ss.

[74] Si pensi, ad esempio, alla Germania, ove in ossequio al citato § 45 *GmbHG*, nessuno dubitava circa la possibilità di emettere quote di diversa categoria, con voto escluso o addirittura senza diritto agli utili [in dottrina cfr., sull'argomento, H. FLEISCHER, *Gewinn– und stimmrechtslose Personengesellschafts– und GmbH-Geschäftsanteile*, in M. CASPER-L. KLÖHN-W.-H. ROTH-C. SCHMIES (a cura di), *Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag*, RWS, Köln, 2016, 201 ss. (il quale ricorda però che l'esclusione dalla partecipazione agli utili può essere eventualmente contraria ai buoni costumi e, quindi, nulla *ex* § 138 *BGB*); W. ZÖLLNER, *Inhaltsfreiheit bei Gesellschaftsverträgen*, in M. LUTTER-P. ULMER-W. ZÖLLNER (a cura di), *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, (nt. 32), 85 ss.; in giurisprudenza, in tale senso, già *BGH*, 14.7.1954 – II ZR 342/53, in *BGHZ*, 14, 264]. Lo stesso vale per la *besloten vennootschap* olandese, il cui statuto può prevedere l'emissione di quote con voto limitato e senza voto, purché non prive anche del diritto agli utili e alla quota di liquidazione (Art. 2:228, commi 4 e 5, *Nieuw Burgerlijk Wetboek*).

Ma andiamo per ordine, esaminando le singole tappe di questa "rivoluzione copernicana".

6.2. *La crisi economica italiana e la spinta a rinnovare il sistema imprenditoriale: il Rapporto Restart, Italia! e il d.l. 179/2012.*

Le profonde modifiche subite dal diritto societario italiano nel quinquennio 2012-2017 costituiscono, è cosa nota, una risposta alla pressoché nulla crescita della produttività e ad un tasso di innovazione e sviluppo molto basso dell'economia italiana [75/ 76]. È per questo motivo, balzato in cima all'agenda politica con il determinante impulso delle istituzioni europee [77], che il MISE nominò una commissione di dodici esperti nel campo delle *startup*, degli strumenti per la loro crescita (incubatori, acceleratori, ecc.) e del *venture capital*, che terminò i suoi lavori con l'elaborazione di un rapporto denominato "Restart, Italia!" [78], contenente specifiche proposte di riforme nel campo del diritto

[75] V. analogamente O. CAGNASSO, *Uno sguardo all'evoluzione legislativa successiva alla riforma: un percorso lineare o discontinuo?*, in *Le nuove s.p.a.* Trattato diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, Zanichelli, 2013, 193 ss. Sul punto v. M. BUGAMELLI-F. LOTTI-M. AMICI-E. CIAPANNA-F. COLONNA-F. D'AMURI-S. GIACOMELLI-A. LINARELLO-F. MANARESI-G. PALUMBO-F. SCOCCIANTI, E. SETTE, *Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change*, Questioni di Economia e Finanza della Banca d'Italia n. 422, disponibile su: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0422/QEF_422_18.pdf, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

[76] Il tema dei c.d. *causational links* e in particolare se il *driver* dello sviluppo di imprese innovative sia la presenza di idee innovative in quanto tali ("*innovation first hypothesis*") o la presenza di *venture capitalists* (*VC*) disposti a finanziarle ("*VC first hypotesis*"), è discusso in dottrina: cfr. B.S. BLACK-R.J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets*, in *J. Fin. Econ*., 1998, 243 ss.; EID., *Does venture capital require an active stock market?*, in *Journ. of App. Corp. Fin*., 1999, 36 ss.; J. ARMOUR-D. CUMMING, *The Legislative Road to Silicon Valley*, in *Oxf. Econ. Pap*., 2006, 596 ss.; M. UEDA-M. HIRUKAWA, *Venture Capital and Innovation: Which is First?* in *Pacific Economic Review*, 2011, 421 ss.

[77] V., ad esempio, la *Raccomandazione del Consiglio, del 10 luglio 2012, sul programma nazionale di riforma 2012 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità dell'Italia 2012-2015* (2012/C 219/14), in *Gazz. Uff. UE*, 24 luglio 2012, la cui raccomandazione n. 6 esplicitamente si riferiva alla necessità di «migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione».

[78] V. *Restart, Italia!, Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico*, 2012, disponibile su: https://www.mise.gov.it/index.php/it/per-i-media/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

societario. Più in particolare, nella consapevolezza che la sistemazione della materia frutto della Riforma del 2003 fosse inadatta a recepire le istanze dei finanziatori di imprese innovative [79], la sezione significativamente denominata "iSRL" del rapporto [80] suggeriva l'introduzione dei tipici strumenti di finanziamento utilizzati dal *Venture Capital*, quali il *work for equity*, l'abbandono del regime del capitale minimo, la possibilità di emettere titoli di debito convertibili e classi di partecipazioni, quali ad esempio le *performance shares* per i fondatori e il *team* originario e le *seeding shares* per gli investitori, così da poter incorporare nel contratto sociale tutti quei diritti che tipicamente vengono attribuiti al finanziatore *VC* (clausole di co-vendita, privilegio in sede di liquidazione, nomina degli amministratori, ecc.). Il Rapporto, tra le altre cose, suggeriva alcune modifiche e semplificazioni in tema di disciplina delle società di gestione del risparmio [81], l'agevolazione per la costituzione di "*investment companies*" [82], l'introduzione di un regime *ad hoc* per il *crowdfunding* [83] e una regolazione più di favore della crisi, della liquidazione e dell'insolvenza [84]. Non bisogna tra l'altro dimenticare che a livello europeo era proprio in quel momento in corso la discussione sulla proposta della Commissione di introdurre un regolamento sui fondi europei di *venture capital*, proposta che comprendeva, tra gli investimenti ammissibili per quei fondi, gli strumenti di "*equity*" e di "*quasi equity*" tipici del *VC financing*; sulla proposta si era formato un rapido consenso politico e sul finire dell'estate del 2012, dopo il primo passaggio al Consiglio Europeo e al Parlamento Europeo, essa appariva ormai matura [85].

Gli auspici del Rapporto venivano recepiti dagli artt. 25-32 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 [86], quantomeno a livello di obiettivo di politica generale [87],

---

[79] Nel senso che la disciplina delle s.r.l. non avrebbe consentito la realizzazione di operazioni di *VC*, v. già B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione; il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm*., 2005, I, 821 ss.

[80] Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 51-52.

[81] Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 53-54, sotto la sezione «Semplificare le organizzazioni che investono in *startup*».

[82] Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 55-56.

[83] Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 79-81.

[84] Cfr. *Restart, Italia!*, (nt. 78), 97-101.

[85] Il regolamento (UE) 345/2013 sarebbe stato approvato definitivamente il 17 aprile 2013. La proposta di regolamento della Commissione era del 7 dicembre 2011.

[86] Convertito nella l. 18 dicembre 2012, n. 221.

[87] Cfr., per un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il fi-

con un esplicito richiamo alla necessità di favorire la formazione, lo sviluppo e il finanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale. Sotto un profilo più strettamente normativo, il d.l. 179/12 è intervenuto, come noto, a beneficio di un novero estremamente limitato di s.p.a., di cooperative e, soprattutto, di s.r.l., qualificabili come "*startup* innovative" [88]. Il legislatore ha dunque individuato una cerchia ristretta di imprese (le *startup* innovative) al solo fine di garantire loro un vantaggio competitivo, eccezionale [89] e temporaneo [90], rispetto a quelle regolate dalle norme del codice civile e, in particolare, rispetto a quelle costituite in forma di s.r.l., che hanno visto così ridotto [91] il divario rispetto alle s.p.a. [92]. Tali innovazioni [93] consistono nella possibilità di: *i*) emettere categorie di quote, anche in deroga all'art. 2468, secondo e terzo comma, c.c., seppur potendo determinarne il contenuto nei «limiti imposti dalla legge» (art. 26, secondo comma), oltre che strumenti finanziari (art. 26, settimo comma); *ii*) emettere categorie di quote prive del diritto di voto, con diritto di voto limitato o non proporzionale rispetto alla quota di capitale rappresentata o, ancora, subordinato al verificarsi di condizioni, con l'ovvia esclusione di quelle meramente potestative (art. 26, terzo comma); *iii*) essere esen-

nanziamento di imprese tecnologicamente innovative, così riuscendo a favorire la crescita e la competitività dell'intero sistema economico nazionale, il rapporto ministeriale di accompagnamento al d.l. 179/2012.

[88] I requisiti sono posti dall'art. 25, secondo comma, d.l. 179/2012. Al giorno d'oggi individuare gli esatti contorni della "innovatività", così come posti dalla norma, è questione che ha perso però gran parte della sua rilevanza, quantomeno dalla prospettiva del diritto societario, essendo state estese nel frattempo quasi tutte le innovazioni originariamente previste per questa tipologia di società a pressoché tutte le imprese italiane esercitate nella forma della s.r.l.

[89] M. CIAN, *Società* "start-up" *innovative e PMI [Piccole e Medie Imprese] innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969 ss.

[90] Art. 25, terzo comma, d.l. 179/2012.

[91] Soprattutto dal lato del finanziamento e sulla scia dei di poco precedenti interventi normativi volti a "rivitalizzare" l'istituto delle cambiali finanziarie e a permettere alle s.r.l. l'emissione di obbligazioni "anche partecipative", cfr. l'art. 32 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. l. 7 agosto 2012, n. 134, poi modificato (per quanto concerne la possibilità di introdurre clausole di partecipazione) dall'art. 36, terzo comma, lett. a), del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. l. 17 dicembre 2012, n. 221.

[92] Cfr. P. BENAZZO, Start-up *e PMI innovative*, in *Dig. Disc. Priv.*, *Sez. Comm.*, VIII, Torino, UTET, 2017, 467 ss., in part. 470.

[93] Su cui v., per un inquadramento generale, P. BENAZZO, Start up, (nt. 92), 467 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8); M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 138 ss.

tate dalla disciplina fiscale delle società c.d. "di comodo" (art. 26, quarto comma); *iv*) offrire, in deroga a quello che si è visto essere stato da sempre un carattere tipologico della s.r.l., peraltro codificato espressamente dall'art. 2468, primo comma, c.c., le proprie quote al pubblico «anche» – e, quindi, non solo – tramite portali di *crowdfunding* (artt. 26, quinto comma e 30, art. 100-*ter* T.U.F. e Regolamento CONSOB 18592/13); *v*) derogare al divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. in attuazione di piani di incentivazione di dipendenti, amministratori o prestatori d'opera (art. 26, sesto comma); *vi*) godere di un regime di favore nel caso di riduzione del capitale per perdite (art. 26, primo comma).

6.3. *Da eccezione a regola: gli interventi del 2015 e 2017.*

Quelle che dovevano essere eccezioni temporanee ad un sistema oramai consolidato si sono diffuse rapidamente. Prima a tutte le Piccole e Medie Imprese (PMI [94]), purché innovative, grazie all'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 [95], poi a tutte le PMI, anche non innovative, grazie al d.l. 24 aprile 2017, n. 50 [96], che si sono limitati a mutare la fattispecie di riferimento di pressoché [97] tutta la disciplina dell'art. 26 d.l. n. 179/2012. Rimangono escluse dal campo di applicazione delle riforme le sole s.r.l. "grandi", come se il legislatore si fosse vergognato di ammettere sino in fondo che la disciplina uscita dalla riforma del 2003 era già largamente superata [98].

Il quinquennio di riforme 2012-2017 ha quindi grandemente indebolito, sino quasi ad annullarla, la valenza normativa del tipo [99] s.r.l. così come definito

---

[94] Ossia, in accordanza con i criteri dettati dall'All. 2, art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, ora recepiti dall'art. 2, par. 1, lett. f), Reg. UE 2017/1129, quelle imprese con meno di 250 impiegati e con un fatturato annuale non superiore a 50 milioni di euro o un bilancio complessivo non superiore a 43 milioni.

[95] Conv. l. 24 marzo 2015, n. 33.

[96] Conv. l. 21 giugno 2017, n. 96.

[97] Con l'eccezione, già menzionata, degli strumenti finanziari partecipativi, la cui emissione è riservata alle sole PMI innovative.

[98] Ritengono incoerente la scelta legislativa P. BENAZZO, Start up, (nt. 92), 470 e P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 177-178, ove in nota anche dati statistici sulla rilevanza nel tessuto economico italiano delle s.r.l. non P.M.I.

[99] Sulla valenza normativa del tipo v., oltre ovviamente a P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, CEDAM, 1974; con più specifico riferimento alla s.r.l. le osservazioni di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 15 ss. Di «tessuto sfibrato e lacero»

nel 2003, sino ad allora basato sul presupposto dell'omogeneità d'interessi e vedute dei soci, tutti interessati alla gestione dell'impresa sociale. All'esito, il nostro ordinamento sembra aver recepito la possibilità, già presente ad altre esperienze europee-continentali ed anglosassoni, di un "*dual-use*" della s.r.l., così abbandonando il paradigma di riferimento della s.r.l. quale "società di persone a responsabilità limitata", con tutte le norme a tutela dei soci che ne derivavano, a favore della possibilità di disegnare anche una s.r.l. *VC-backed* con una maggiore libertà statutaria idonea a favorire i rapporti con possibili investitori privati.

D'altro canto, con l'introduzione del *crowdfunding* e il venir meno del divieto di appello al pubblico risparmio, il legislatore italiano sembra essersi avviato, poi seguito da altri legislatori europei [100], verso un progressivo abbandono del secolare sistema tedesco basato su una distinzione tra s.p.a. aperta al mercato e s.r.l. invece chiusa, senza però approdare a lidi conosciuti [101].

---

parla al giorno d'oggi, con riferimento al tipo s.r.l., M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 19 ss., in part. 20. L'Autore appena citato, invero, è stato prolifico di eleganti metafore per descrivere la situazione di indubbia confusione concettuale generata dal legislatore: di «modelli societari [s.p.a. e s.r.l.] sempre più elastici e manipolabili, separati da confini tipologici sempre più sfocati e indistinti, come quelle frontiere che alcuni europei hanno tracciato a tavolino nei deserti altrui», parla in ID., *Il futuro delle società di capitali*, (nt. 93), 142. Similmente N. BACCETTI, *Informazione e postergazione tra s.p.a. e nuove s.r.l. che esercitano piccole e medie imprese*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, I, 689 ss., in part. 705; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1449 ss., ove l'Autore parla di «alterazioni genetiche del modello s.r.l. che da singolari ed eccezionali *vulnus* [sono] viceversa destinate a operare pervasivamente, quanto indistintamente, all'interno (e con effetti destabilizzanti) del modello comune», per poi concludere che la «*finis terrae* che per quindici lustri (1942-2017) ha segnato il *limen typi* tra i due codici organizzativi sociali, di capitali e a responsabilità limitata di tutti i soci, è stata definitivamente superata»; S.A. CERRATO, *La parabola di* start-up *e PMI dalla s.r.l. alla s.p.a.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 39 ss., in part. 4344, a giudizio del quale, però, il legislatore non è riuscito a raggiungere l'obiettivo di rendere appetibile la s.r.l. quale veicolo di attrazione di nuovi investimenti.

[100] Similmente si è da poco orientato il legislatore olandese, il quale ha concesso alle c.d. *Beurs-Besloten Vennootschap* la possibilità di emettere certificati nominativi quotati su un mercato regolamentato (*Nx'change*), incorporanti i diritti patrimoniali, ma non quelli amministrativi, della relativa partecipazione. Nella stessa direzione si è mosso il legislatore belga ai sensi degli artt. 5:1, 5:2 e 5:18 *Code des sociétés et des associations*, in vigore dal 1° maggio 2019. Per un esame della problematica riferita alla nostra s.r.l., v. ora E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc*., 2019, 675 ss.

[101] Ulteriore colpo alla distinzione tra tipi è stato poi inferto dal Codice della crisi che, seppur, come osservato da G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, (nt. 7), 13, probabilmente sulla base di considerazioni di politica legislativa non del

L'alternativa al sistema dualistico, infatti, sarebbe stata quella degli ordinamenti inglese e statunitense, in cui la distinzione tra *private companies*/*close corporations* e *public companies*/*corporations* non è tra tipi, ma tra tipo generale e sottotipo, o tra "modelli" nell'ambito di un medesimo tipo.

Parte II: Il finanziamento delle imprese startup "VC-backed"

A nostro parere, la riforma del 2012-2017 va letta dalla prospettiva del *venture capital* prima che da quella del *crowdfunding*, come testimoniato dalla particolare attenzione riservata dal "Restart Italia!" prima, e del legislatore poi, anche successivamente al citato quinquennio di riforme [102], a strumenti tipicamente utilizzati dai *business angels* e dai *venture capitalists*. In questa parte vogliamo esporre sinteticamente le tecniche usate nel finanziamento del-

tutto coincidenti con quelle di incentivazione degli investimenti o tutela del risparmio, ha sostanzialmente esteso a tutte le s.r.l. (PMI o meno) alcune disposizioni sino ad ora previste per la sola s.p.a. in tema di amministrazione, controlli, doveri e responsabilità dei rispettivi organi.

[102] Ma v. già l'art. 31, secondo comma, del d.l. 6 luglio 2011 n. 98, conv. l. 15 luglio 2011, n. 111, come da ultimo modificato, che definisce quali "Fondi per il *Venture Capital*" quei soggetti che, sotto varie forme, «investono almeno l'85 per cento del valore degli attivi in piccole e medie imprese (PMI) non quotate […] nella fase di sperimentazione (*seed financing*), di costituzione (*start-up financing*), di avvio dell'attività (*early-stage financing*) o di sviluppo del prodotto (*expansion* o *scale-up financing*)».

Successivamente al 2017, il legislatore ha ribadito la centralità del fenomeno *VC* occupandosi del Fondo Nazionale Innovazione (FNI), istituito dall'art. 1, comma duecentonove, della l. 30 dicembre 2018, n. 145 (finanziaria 2019) che «al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte di operatori professionali, lo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, può sottoscrivere quote o azioni di uno o più Fondi per il venture capital o di uno o più fondi che investono in Fondi per il venture capital» come definiti dal citato d.l. 98/2011. Le modalità di intervento del FNI sono poi state stabilite con il d.m. 27 giugno 2019 (in G.U. n. 176 del 29 luglio 2019) che, anche solo nelle definizioni introduttive (v. in part. la lett. j), laddove definisce il "*quasi-equity*" e ammette che «possono essere strutturati come debito, non garantito e subordinato, compreso il debito mezzanino e in alcuni casi convertibile in *equity* o come capitale privilegiato (*preferred equity*)», mostra di far riferimento alle tecniche di finanziamento del *VC*.

Analoghi richiami sono contenuti nel recentissimo "Decreto Rilancio" (d.l. 19 maggio 2020, n. 34, conv. l. 17 luglio 2020, n. 77) all'art. 38 (rubricato "Rafforzamento dell'ecosistema delle start-up innovative").

le *startup* innovative e il ruolo fondamentale, purtroppo dimenticato dal rapporto "Restart Italia!", di un diritto societario che garantisca sufficiente autonomia statutaria all'imprenditore o al *team* di imprenditori (*founders*) e ai finanziatori esterni ("*family friends and fools*", *business angels* e *venture capitalists*) in sede di negoziazione dei relativi rapporti.

7. *I problemi regolatori alla base del rapporto contrattuale tra socio fondatore e finanziatori esterni.*

Il finanziamento di un'impresa *startup* è processo complesso, visto che la società finanziata si riduce spesso meramente ad un'idea di *business* e ad una squadra di soggetti innovatori. La definizione della struttura finanziaria risulta fortemente condizionata dal concreto atteggiarsi degli interessi facenti capo all'imprenditore-fondatore ed agli investitori esterni [103]. Infatti, diversi problemi possono presentarsi nell'ambito del rapporto di agenzia corrente tra i soggetti coinvolti nell'operazione di finanziamento, tutti riconducibili ad asimmetrie informative, incertezza contrattuale e fenomeni di opportunismo vario [104].

In primo luogo, il finanziatore deve subito interrogarsi sulle ragioni per le quali il fondatore, spesso fuoriuscito da un'impresa tecnologica, non abbia ottenuto mezzi finanziari sufficienti a sviluppare il proprio progetto da parte del proprio precedente datore di lavoro o da altri contatti nel settore in cui intende

[103] Per una prima efficace illustrazione dei possibili conflitti di *agency* correnti tra le parti dell'operazione di finanziamento di un'impresa innovativa, sia nella fase *early stage* che in quelle successive di espansione (*later stages*), cfr. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2016, 43 ss.; ID., *Interessenkonflikte in Venture Capital-Finanzierungen und vertragliche Lösungsansätze*, in S. GRUNDMANN-F. MÖSLEIN (a cura di), *Innovation und Vertragsrecht*, Tübingen, Mohr Siebek, 2020, 189 ss.; D.J. CUMMING-S.A. JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting*, Cambridge (MA), Academic Press, 2009, 32 ss.; nonché P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 601 ss. In generale sui conflitti tra soci nelle società chiuse, v., anche per dati empirici, P. AGSTNER, *Shareholder Conflicts in Close Corporations between Theory and Practice: Evidence from Italian Private Limited Liability Companies*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev*., 2019 (online), 1 ss.

[104] V., per tutti, R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stan. L. Rev*., 2003, 1067 ss., in part. 1076; G.G. TRIANTIS, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, in *U. Chi. L. Rev.*, 2001, 305 ss., in part. 307 ss.; R.P. BARTLETT III, *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, in *UCLA Law Rev.*, 2006, 37 ss.; E. POLLMAN, *Startup Governance*, (nt. 4), 155 ss.

avviare la nuova impresa. Il rapporto tra il finanziatore e il fondatore si apre subito, dunque, all'insegna di un profondo pericolo di selezione avversa, in cui il primo rischia di fornire capitali ad una persona o un *team* le cui idee e competenze non hanno trovato l'appoggio di soggetti apparentemente più informati [105].

Soprattutto, il finanziatore è esposto al rischio di azzardo morale da parte del fondatore, il quale potrebbe opportunisticamente utilizzare le somme erogate per finalità estranee allo sviluppo del progetto imprenditoriale o, più semplicemente, non dedicare sufficienti sforzi ed energie in vista del raggiungimento degli obiettivi aziendali stabiliti. L'operazione di finanziamento è, quindi, strutturata in modo tale da evitare il problema di un non adeguato impegno, rispetto ai bisogni e alle promesse, da parte del fondatore [106]. Infatti, visto che il finanziatore non è in grado di misurare la quantità e qualità degli sforzi lavorativi profusi dal fondatore sino a quando una qualche creazione di valore diviene tangibile, il finanziamento è scaglionato per fasi (o *milestones*) di avanzamento secondo un principio di *reward for performance*, ove il raggiungimento di determinati obiettivi di prestazione incentiva il finanziatore a fornire ulteriore capitale di rischio o di debito [107]. Al fine di assicurare un efficace funzionamento del principio di premialità, i diritti patrimoniali ed amministrativi vengono assegnati in modo tale da consentire al fondatore di recuperare eventualmente l'investimento fatto soltanto a progetto realizzato, ovvero quando le partecipazioni o l'azienda sono vendute sul mercato a imprese consolidate o quando viene promossa un'offerta pubblica iniziale (*IPO*) [108]. Per converso, l'investitore potrà acquisire il pieno controllo della società qualora il rendimento risulti insoddisfacente e tale da consigliare una anticipata interruzione o vendita di imprese oramai ridotte a "*living deads*" [109].

---

[105] Si occupano di questo tema J. BANKMAN-R.J. GILSON, *Why start-ups?*, in *Stan. L. Rev.*, 1999, 289, in part. 291 ss.

[106] D.J. CUMMING-S.A. JOHAN, *Venture Capital*, (nt. 103), 42 s.

[107] Sul meccanismo scaglionato di finanziamento tipico del *reward for performance*, v., per una sintesi, T. KUNTZ, *Interessenkonflikte*, (nt. 103), 195 ss.; più ampiamente, P.A. GOMPERS, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, in *J. Finance*, 1995, 1461 ss. (ove si sottolinea anche che siffatto *staging* riduce la necessità ed il correlativo costo del controllo sulla gestione dell'impresa); D.V. NEHER, *Staged Financing: An Agency Perspective*, in *Rev. Econ. Stud.*, 1999, 255, 262 ss.

[108] Il profitto di cui godrà il fondatore dipende dal funzionamento delle c.d. *liquidation preferences*, su cui v. *infra* il § 15.7.

[109] Per "*walking dead*" o "*living dead*" si intende nel gergo le società che non producono né perdite né generano particolari profitti. All'investitore, in particolare quando trattasi di fondo

Infine, possono verificarsi situazioni di conflittualità a danno di investitori preesistenti, meglio conosciute nella letteratura economica con il termine *trilateral bargaining*. Un tale problema si verifica se le negoziazioni tra due o più parti (ad es., fondatore ed investitore A) pregiudicano gli interessi di un soggetto ulteriore (ad es., investitore B) [110]. Al riguardo, si distinguono due forme, ovvero l'annacquamento della partecipazione di un precedente investitore (*dilution*) e l'appropriazione di valori patrimoniali di difficile valutazione (*asset stripping*).

Siffatti complessi problemi di agenzia vengono governati nella prassi operativa tramite diversi strumenti di tutela contrattuale, presenti a livello statutario o in accordi parasociali, congegnati il più delle volte seguendo gli schemi-tipo elaborati dalla *National Venture Capital Association* [111]. Si assiste così tipicamente all'impiego di obbligazioni convertibili e azioni privilegiate convertibili, all'adozione di schemi di incentivazione dell'azionariato dei dipendenti o dei professionisti che collaborano con la società (c.d. *work for equity*), alla previsione di clausole anti-diluizione (specialmente di tipo *weighted average* o *full ratchet* [112]), di diritti di co-vendita, di speciali prerogative di *exit*, nonché di diritti di informazione e di nomina di componenti dell'organo amministrativo [113].

---

di *venture capital* con portafoglio diversificato di investimenti, conviene abbandonare il prima possibile siffatti *living dead* per reinvestire celermente le risorse disponibili in iniziative più promettenti al fine di realizzare un c.d. *high flyer* o *home run*. Si veda in argomento e per la relativa terminologia, J.W. BARTLETT, *Equity finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*[2], I, Aspen Publishers, New York, 1995, 302.

[110] Cfr. A. BERGLÖF, *A Control Theory of Venture Capital Finance*, in *J. L. Econ. & Org.*, 1994, 247 ss.; T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 54 s., il quale riporta il seguente esempio: il fondatore e l'investitore A detengono la maggioranza dei voti, mentre l'investitore B non dispone di un potere di blocco del programmato aumento di capitale destinato all'ingresso del nuovo investitore C. In una tale situazione, il fondatore, gli investitori A e C potrebbero coalizzarsi per danneggiare la posizione corporativa di B.

[111] Si tratta, in particolare, oltre che di un *term sheet* non vincolante, dei seguenti documenti contrattuali: *founders'share purchase agreement*; *preferred share purchase agreement*; *investors'rights agreement*; *voting agreement* e accordi contenenti restrizioni alla libera circolazione delle partecipazioni del fondatore (quali un diritto di prelazione in favore del finanziatore o patti di co-vendita). Tali modelli standard sono disponibili sul sito internet nella *NVCA* (www.nvca.org). In dottrina per riferimenti, v. J. BURCHARDT-U. HOMMEL-D.S. KAMURIWO-C. BILLITTERI, *Venture Capital Contracting in Theory and Practice: Implications for Entrepreneurship Research*, in *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 2016, 25 ss.

[112] Su queste tipologie di clausole anti-diluzione si veda, in via di prima approssimazione, J.W. BARTLETT, *Equity finance*, (nt. 109), 206 ss.

[113] Per un esame dettagliato delle suddette previsioni, v. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschafen*, (nt. 103), 61 ss.

Dette previsioni contrattuali, nella loro reciproca interazione, sono strumentali, per un verso, a vincolare il finanziatore al rispetto delle promesse di investimento fatte al fondatore "onesto e lavoratore", per l'altro verso, a consentire al finanziatore di svincolarsi dalla società, capitalizzando in via preferenziale il proprio apporto, qualora le aspettative di rendimento non risultino pienamente soddisfatte. Al riguardo, si deve tener presente che per la particolare struttura delle operazioni di *venture capital*, con la presenza quale investitore di un fondo di *VC* a durata determinata (solitamente 10 anni), l'aspettativa è quella di realizzare, nell'ambito del portafoglio diversificato di investimenti, (almeno) un c.d. *home run* (nella terminologia del *baseball*, un fuoricampo, cioè un gran colpo), non potendosi il gestore del fondo accontentare di rendimenti discreti [114].

8. *I protagonisti del finanziamento di* startup*: l'*early stage*,* FFFs *e* Business Angels.

Nel mondo statunitense delle imprese innovative, i fondi necessari per lo sviluppo dell'idea imprenditoriale provengono nella iniziale fase di avviamento (*early stage*) dai fondatori stessi (c.d. *bootstrapping*), nonché da un gruppo di soggetti descritto con l'acronimo *FFF*, che sta per *family*, *friends and fools* (famigliari, amici e folli) [115]. Detti investitori iniziali acquistano partecipazioni ordinarie, condividendo i medesimi diritti e rischi dell'imprenditore fondatore, e ciò in ragione del fatto che sia le relazioni personali esistenti tra essi sia l'ammontare modesto dell'investimento scoraggiano l'avvio di più costose e sofisticate negoziazioni contrattuali. La società viene comunemente costituita nel Delaware o, meno frequentemente, nello stato d'origine del fondatore, anche se l'arrivo di investitori da luoghi differenti da quello dello stato d'origine aumentano le probabilità di un successivo trasferimento di sede nel Delaware [116].

---

[114] V. la precedente nt. 107.

[115] In argomento, v. R. KOTHA-G. GEORGE, *Friends, family, or fools: entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization*, in *J. Bus. Ventur*., 2012, 525 ss.

[116] Per evidenze empiriche, B.J. BROUGHMAN-J.M. FRIED-D. IBRAHIM, *Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence*, in *J. Law & Econ.*, 2014, 865 ss.; in generale sulle ragioni del successo del Delaware nella *charter competition*, v. ora S. SANGA, *Network Effects in Corporate Governance*, in *J. Law & Econ*., 2020, 1 ss. Sulla concorrenza che a sua volta il Delaware subisce da ordinamenti esteri v. W.J. MOON, *Delaware's new competition, Universi-*

A seguire, intervengono frequentemente, sempre ancora nella fase *early stage*, singoli soggetti facoltosi (*angels*) o associazioni regionali di *angels* (*angel groups* o *superangels*), i quali, oltre all'apporto finanziario, generalmente forniscono anche attività di consulenza. Un tipico *round* di finanziamento erogato dagli *angels* oscilla tra centomila ed un massimo di 1 o 2 milioni USD [117]. Gli *angels* stipulano normalmente un contratto di investimento, quest'ultimo strutturato in modo più semplificato rispetto agli accordi contrattuali in uso nel mondo del *venture capital* (*VC*). In passato, gli *angels* usavano investire in azioni ordinarie, mentre più recentemente si assiste, soprattutto da parte dei più sofisticati *angel groups*, all'impiego di strumenti di investimento maggiormente protettivi [118], quali azioni privilegiate convertibili (*seed equity*) o obbligazioni convertibili con rapporto di conversione sotto la pari (*seed debt*).

Con riferimento alle obbligazioni convertibili, la *ratio* è quella di consentire agli *angels* di esercitare il diritto di conversione contestualmente all'intervento (successivo) del *VC*, acquisendo così, sotto forma di sconto di conversione (*conversion price cap*), una quota di partecipazione al capitale di rischio ad un prezzo inferiore rispetto al valore dell'impresa al momento della conversione, ottenendo al contempo i medesimi diritti e privilegi riservati agli investitori istituzionali in sede di emissione delle azioni privilegiate nell'ambito del primo *round* di finanziamento (Serie A).

Più recentemente, i *business angels* spesso ricorrono nella fase *seed* a forme di investimento ancora più innovative e, in particolare, al c.d. *SAFE* (*simple agreement for future equity*) [119]. Con il *SAFE*, il titolare effettua un apporto

---

ty of Maryland Francis King Carey School of Law Legal Studies Research Paper No. 2019-09, disponibile su: http://ssrn.com/abstract=3395387, ultimo accesso il 15 giugno 2020 (in corso di pubblicazione in *Iowa Law Rev*., 2021).

[117] Sul ruolo dei *BAs* nel finanziamento delle imprese *start-up* cfr., nella dottrina statunitense, J.M. LEAVITT, *Burned Angels: The Coming Wave of Minority Shareholder Oppression Claims in Venture Capital Start-up Companies*, in *N.C. J.L. & Tech.*, 2005, 223 ss., in part. 256 ss.; D.M. IBRAHIM, *The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors*, in *Vand. Law Rev*., 2008, 1405 ss.

[118] In questi termini, D.M. IBRAHIM, *The (Not So)*, (nt. 116), 1448, secondo il quale «it appears that the formalization and professionalization of angel investing has brought with it a move toward venture capital-like contracts».

[119] In argomento, v. J.F. COYLE-J.M. GREEN, *Contractual innovation in venture capital*, in *Hastings Law J.*, 2014, 133, in part. 160 ss., in part. 161, ove gli strumenti *SAFE* vengono descritti come «deferred equity investments in early-stage technology companies». Per la dottrina italiana v. ora lo scritto di F. REDOANO, *Il SAFE: un viaggio dal modello startup della Silicon Valley all'Italia*, 1 ss., consultato per la cortesia dell'A. in forma di *working paper*, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

che non viene qualificato né come conferimento a capitale né come erogazione di mutuo, con conseguente esclusione del maturare di interessi e limitazione dei casi di rimborso del capitale, con preferenza rispetto ai soci ordinari e postergazione rispetto ai creditori, ai soli cc.dd. *liquidity events* (per es. acquisizione, fusione o *IPO*) o allo scioglimento della società o, infine, all'apertura di una procedura concorsuale [120]. Con l'investimento, il relativo finanziatore acquista la possibilità di diventare automaticamente azionista (vantaggiosamente, grazie a un forte sconto nel tasso di conversione) in caso di futuro aumento di capitale, quantomeno [121] alle medesime condizioni pattuite dal nuovo investitore, spesso un *VC* che, investendo in capitale di rischio (seppur tramite *convertible preferred stock*), si sarà sobbarcato gli oneri della negoziazione e, in particolare, quelli connessi alla valutazione dell'impresa [122]. Si tratta di un negozio atipico, con caratteristiche vicine all'opzione (art. 1331 c.c.): il finanziatore conferisce denaro che gli dà diritto di diventare azionista se e quando la società farà un aumento di capitale e che invece sarebbe perso, come il prezzo di un'opzione, se l'aumento non fosse mai fatto.

Quanto alle azioni privilegiate convertibili, esse attribuiscono agli *angels* un vantaggio rispetto alle obbligazioni convertibili: tramite l'investimento in capitale di rischio sono gli stessi *angels* a procedere alla valutazione della *startup* e a determinare così l'entità della loro quota partecipativa molto prima dell'intervento del *VC*.

9. *L'intervento dei* VCs.

Nella successiva fase di espansione e, eventualmente, in quella finale che precede la quotazione in borsa, si assiste prevalentemente all'ingresso di investitori istituzionali quali fondi di *venture capital* e di *private equity*. I *VCs* tendono a concedere finanziamenti corposi che si aggirano mediamente tra i 2 e 10 milioni USD per singolo *round* di finanziamento [123], con una durata media

[120] In alcune versioni è peraltro previsto il diritto a partecipare ad eventuali distribuzioni di dividendi *pari passu* con i soci (c.d. *Post Money Safe*).

[121] Dato che potrà sempre applicare, se più conveniente, il c.d. *SAFE price*, su cui F. REDOANO, *Il SAFE*,(nt. 119), 8.

[122] La possibilità di conversione, che, come detto, è automatica e non a scelta del titolare, è quindi solo eventuale e potrebbe non verificarsi mai se l'emittente non ottenesse finanziamenti di *venture capital* e dunque non deliberasse alcun aumento di capitale successivamente alla sottoscrizione del *SAFE*.

[123] Cfr. D.M. IBRAHIM, *The (Not So)*, (nt. 116), 1416.

dell'investimento nella *portfolio company* di circa 5 anni [124]. Inoltre, di strategico valore per il fondatore è la consulenza e la reputazione fornite dal *VC*, il quale comunemente presta attività di assistenza tecnica e manageriale, individua ed attrae ulteriori investitori e personale chiave, etc. [125]. Il primo fondo di *VC* è stato probabilmente la *American Research and Development Corp.*, costituita nel 1946 da Georges Doriot, Professore della *Harvard Business School*, e da Ralp Flanders, Presidente della *Federal Reserve Bank* di Boston [126]. Attualmente, l'industria del *venture capital* più sviluppata a livello mondiale è operativa nella Silicon Valley e, in misura minore, nella Route 128 di Boston, ove si rinvengono i fondi più importanti, come *Kleiner Perkins* e *Sequoia Capital* [127].

Come già accennato, tali finanziatori investono nell'impresa innovativa in modo incrementale, al raggiungimento di determinati obiettivi. In corrispondenza di ogni fase di finanziamento nuovi investitori possono aggiungersi, dando così luogo ad una struttura finanziaria complessa e a potenziali conflitti d'interesse tra gli investitori stessi. Il *VC* sottoscrive quasi esclusivamente, anche per preminenti ragioni fiscali [128], azioni privilegiate convertibili, le quali assicurano diritti e tutele speciali rispetto a quelle riservate ai soci ordinari [129]. Tali strumenti finanziari attribuiscono perlopiù un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili *(upside protection*) e, inoltre, una preferenza nella ripartizione del residuo di liquidazione (*downside protection*), che può essere in

---

[124] W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *J. Fin. Econ*., 1990, 487.

[125] In argomento, v. T. HELLMANN-M. PURI, *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, in *Rev. Financ. Stud*., 2000, 959 ss.

[126] Sulle origini storiche dell'industria del *VC* statunitense, v. P.A. GOMPERS-J. LERNER, *A Note on the Venture Capital Industry*, *Harvard Business School Background Note* 295-065, Nov. 1994, 4; W. WEITNAUER, *Handbuch Venture Capital*[4], München, C.H. Beck, 2011, 19 ss.

[127] Così D.M. IBRAHIM, *Financing the Next Silicon Valley*, in *Wash. Uni. L. Rev.*, 2010, 717 ss., in part. 725.

[128] Fra tutti, v. R.J. GILSON-D.M SCHIZER, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harv. Law Rev.*, 2003, 874 ss.

[129] In generale, cfr. K.M. SCHMIDT, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, in *J. Finance*, 2003, 1139 ss.; W.W. BRATTON-M.L. WACHTER, *A Theory of Preferred Stock*, in *U. Pa. L. Rev*., 2013, 1815 ss. Per dati empirici, S.N. KAPLAN-P. STROMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Rev. Econ. Stud*., 2003, 281 ss. (utilizzando un campione di 213 finanziamenti ad opera di *VCs* in 119 società portafoglio, gli Autori rilevano che nel 95,8% di tutti i *round* di finanziamento venivano utilizzate azioni privilegiate convertibili, quest'ultime rappresentanti in 79,8% dei casi l'unico strumento finanziario emesso).

forma *participating* o *non participating*. Le due forme si distinguono a seconda che assegnino (nel primo caso) o meno (nel secondo caso), oltre all'incasso pieno dell'importo portato dalla preferenza liquidatoria in sé (solitamente un multiplo dell'investimento originario o un importo fisso massimo), anche il diritto alla distribuzione *pro-quota* della residua parte del prezzo corrisposto all'esito della relativa operazione di cambio di controllo [130].

Inoltre, gli accordi di investimento prevedono usualmente il diritto all'assegnazione di utili cumulativi che, se non distribuiti, progressivamente vanno ad accrescere la finale preferenza liquidatoria, nonché opzioni di conversione in azioni di categoria diversa, patti anti-diluzione, diritti di prelazione e/o di riscatto, clausole di *tag along* e *drag along* [131]. Infine, di prassi è anche la previsione di preferenze liquidatorie "improprie" in favore del *VC*, ossia di privilegi in sede di liquidazione (non della società, ma) dell'investimento tramite cessione d'azienda, vendita delle partecipazioni o fusione [132].

È importante notare che frequentemente le preferenze liquidatorie eccedono l'originario prezzo di acquisto della quota di partecipazione. Ciò comporta che le azioni privilegiate acquistate dai *VCs* attribuiscono, di fatto, diritti patrimoniali in qualche misura paragonabili a quelli spettanti ai sottoscrittori di strumenti di debito [133], tanto è vero che possono verificarsi situazioni nelle

---

[130] Secondo un recente studio empirico, la variante *participating* ricorre in California in più del 60% dei casi, in altre regioni addirittura in percentuali ancora maggiori: v. O. BENGTSSON-S.A. RAVID, *The Geopgrahpy of Venture Capital Contracts*, 36, disponibile su: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1361827, ultimo accesso il 15 giugno 2020. La variante *non participating* assomiglia invece per certi versi a un titolo di debito convertibile.

[131] Per utili riferimenti, v. P. GOMPERS-W. GORNALL-S.N. KAPLAN-I.A. STREBULAEV, *How do Venture Capitalists make decisions?*, *Working Paper NBER* 22587, disponibile su: http://www.nber.org/papers/w22587, ultimo accesso il 15 giugno 2020. In generale sulle clausole di trascinamento e accodamento nel diritto societario italiano, v., fra molti, N. CIOCCA-G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 620 ss.

[132] Su tutti questi temi v. per una trattazione più ampia *infra* Parte III.

[133] Sottolineano questa "peculiarità" caratterizzante siffatti strumenti di investimento ed i conseguenti costi di agenzia connessi alla gestione dei rapporti tra differenti gruppi di investitori e tra questi ed il fondatore, J.M. FRIED-M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *N.Y. Univ. Law Rev*., 2006, 967 ss., in part. 982: «to the extent that VCs retain their preferred stock, their cash flow rights are debt-like»; in giurisprudenza, v. *Kennedy v. Venrok Associates*, 348 F.3d 584 (7th *Cir.* 2003), ove il Giudice prof. Richard Posner sottolinea che un'azionista privilegiato «is a kind of lender, or at least quasi-lender». Nella nostra dottrina, per simili riferimenti v. M. MOZZARELLI, *I covenants e il governo della società finanziata*, Milano, Giuffrè, 2012, 90 ss.

quali i *VCs* preferiscono la "prematura" liquidazione del proprio investimento alla continuazione della società, anche attraverso operazioni come la fusione (che negli Stati Uniti può essere regolata interamente in denaro: "*cash out merger*") [134]. Ovviamente, optando per un investimento che ha comunque caratteristiche di capitale di rischio, il *VC* è in grado di controllare l'attività e le decisioni societarie con modalità non usufruibili da parte dei detentori di puri strumenti di debito (ad esempio, tramite diritti di veto su operazioni straordinarie, etc.).

I *VCs* pianificano sin da subito anche il loro *exit*, che può avvenire in diverso modo, normalmente in forma di quotazione in borsa della *startup* con vendita delle azioni (convertite) sul mercato o di cessione della partecipazione ad un'impresa concorrente (*trade sale*) [135].

10. *L'importanza di un sistema "*enabling*".*

È noto che il successo del sistema Silicon Valley dipende dal concorso favorevole di molteplici fattori, tra cui spiccano il rapporto virtuoso di collaborazione tra industria e università (in particolare, Stanford), un mercato del *venture capital* molto attivo e interconnesso [136], con sviluppo di importanti economie di reputazione [137], un intervento pubblico mirato [138], nonché una forte propensione della comunità imprenditoriale e finanziaria all'in-

[134] Per un caso emblematico in giurisprudenza, v. *Orban* v. *Field*, 1997 WL 153831 (*Del.Ch.* 1997). Per dettagli si rinvia a C.A. NIGRO, Venture capital-backed firms, trade sales *e tutela dell'imprenditore tra* shareholder value maximization *e equa valorizzazione*, Tesi di dottorato discussa presso la LUISS Guido Carli di Roma, disponibile su: https://eprints.luiss.it/1649/, ultimo accesso il 15 giugno 2020, 162 ss.

[135] Sul tema, D.G. SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, in *UCLA L. Rev*., 2005, 315.

[136] Si consideri che una parte significativa degli investitori ha la propria sede lungo la medesima via, ovvero Sand Hill Road, Menlo Park – California, al cui numero civico n. 3000 si trovavano nel 1992 più di 30 fondi controllanti all'incirca il 10% del mercato statunitense del *VC*. Per questi dati, v. J. LERNER, *Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms*, in *J. Finance*, 1995, 301 ss.

[137] Sul ruolo del mercato della reputazione nello sviluppo dell'industria *VC*, v. B.S. BLACK-R.J. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets*, (nt. 76), 254 ss.

[138] Per una panoramica generale degli obiettivi perseguiti dall'intervento pubblico nel mercato *VC* della Silicon Valley v. J. LERNER, *When Bureaucrats meet Entrepreneurs: the Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes*, in *Econ. Journ*., 2002, 73 ss.

novazione e condivisione delle conoscenze e della prassi contrattuale [139].

Un ruolo importante gioca anche il diritto societario, in particolare quello del Delaware. Il dominio del diritto societario del Delaware è oggetto di ampio approfondimento dottrinale. Le relative ragioni giustificative sono state identificate nella presenza di un apparato giudiziario altamente competente e specializzato, di notevoli economie di rete e di apprendimento, nonché di influenti gruppi d'interesse [140]. Qualunque sia il reale motivo di tale predominio, è certo che il diritto societario del Delaware si contraddistingue per un forte ed autentico riconoscimento dell'autonomia privata. In generale, si tratta di un sistema largamente *enabling* basato su un approccio di *policy* non paternalistico [141], che – come scrive l'autorevolissimo Leo Strine, già presidente della Corte Suprema del Delaware – è molto «differente da quello rinvenibile in un Paese di *civil law*, che molto presumibilmente è dotato di un diritto societario prescrittivo pieno di clausole inderogabili specificanti esattamente come le società debbono condurre i propri affari» [142]. Il carattere flessibile e dispositivo del diritto societario statunitense in generale, e di quello del Delaware in particolare, hanno indubbiamente favorito il finanziamento di imprese *startup* con modalità e strumenti contrattualmente innovativi [143].

---

[139] Su questi argomenti cfr., fra molti, J.A. McCahery-E.P.M. Vermeulen-A.M. Banks, *Corporate Venture Capital: From Venturing to Partnering*, in D. Cumming (a cura di), *The Oxford Handbook of Venture Capital*, Oxford, OUP, 2012, 211 ss.; D.M. Khanna, *The Rise, Decline, And Renewal of Silicon Valley's High Technology Industry*, Routledge, 1997. Sulla possibilità di replicare altrove il peculiare ambiente della Silicon Valley californiana, v. R.J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104); M. Da Rin-G. Nicodano-A. Sembenelli, *Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets*, in *Journ. Pub. Econ.*, 2006, 1699 ss.; J. Armour-D. Cumming, *The Legislative Road to Silicon Valley*, (nt. 76).

[140] La letteratura sul tema è veramente sterminata, ma cfr. D.A. Skeel, *The bylaw puzzle in Delaware corporate law*, in *Bus. Lawyer*, 2016, 1 ss.; S.M. Bainbridge, *Introduction: Can Delaware be dethroned?*, in S.M. Bainbridge-I. Anabtawi-S.H. Kim-J. Park (a cura di), *Evaluating Delaware's Dominance of Corporate Law*, Cambridge, CUP, 2018, 1 ss.

[141] Per un ampio esame si vedano i contributi di autorevoli studiosi (come Bebchuk, Easterbrook e Fischel, Kornhauser, Eisenberg) raccolti sotto il titolo *Contractual Freedom and Corporate Law*, pubblicati in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1395-1774.

[142] L.E. Strine Jr., *The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face*, in *Del. J. Corp. Law*, 2005, 674. Nella dottrina europea, nel senso dell'importanza di un diritto societario flessibile e non eccessivamente imperativo, quantomeno per le società finanziate da *VCs*, T. Baums, *Company law reform in Germany*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2003, 181 ss., in part. 182.

[143] R.J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104), 1069: «the keystone of the U.S. venture capital market is private ordering»; similmente C.A. Nigro-J.R. Stahl, *Ven-*

A dire il vero, anche negli Stati Uniti si sono registrati dei tentativi di approntare regimi normativi *ad hoc* per la *close corporation*, i quali, tuttavia, non hanno riscosso il successo auspicato, soprattutto nel mondo del *VC* [144]. Infatti, mentre il fondo di *venture capital* è tipicamente organizzato in forma di *limited partnership*, con gli investitori istituzionali (fondi pensione, banche, assicurazioni e fondazioni, ecc.) operanti quali *limited partners* passivi ed i promotori come *general partners* con pieno potere gestionale [145], la società portafoglio oggetto di investimento risulta invece costituita come *corporation* [146]. Nel diritto statunitense della *corporation*, l'ampia autonomia statutaria riconosciuta ai soci ha costituito un valido strumento per il governo dell'impresa *startup*, senza necessità di ricorrere ad altri tipi societari. Unicamente quando le regole della *corporation*, soprattutto per quanto attiene la disciplina dei *fiduciary duties* [147] e delle *corporate opportunities* [148], si sono dimostrate

ture Capital-backed Firms, Unavoidable Value-destroying Trade Sales, and Fair Value Protections, destinato alla pubblicazione in *Eur. Bus. Org. Law Rev.* e consultato per la cortesia dell'A.

[144] Per uno sguardo d'insieme, cfr. S.W. STEVENSON, *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*, in *Duke L. J.*, 2001, 1139 ss.; T.J. WORTMAN, *Unlocking lock-in: limited liability companies and the key to underutilization of close corporation statutes*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 1995, 1362 ss.

[145] Sulla struttura del fondo di *VC*, si veda R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, (nt. 104), 1070 ss.

[146] Cfr. L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, Oxford, OUP, 2010, 227; J. BANKMAN, *The Structure of Silicon Valley Start-Ups*, in *UCLA L. Rev.*, 1994, 1737 ss.

[147] V., sul punto, in particolare il caso *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (*Del. Ch.* 2013), ove gli azionisti ordinari proponevano, tra le altre, un'azione per violazione del *duty of loyalty* da parte degli amministratori, espressione dei *VCs* quali titolari di azioni privilegiate. La corte del Delaware riteneva che, in caso di controllo del *board* da parte del *VC*, lo *standard* di condotta, nel caso di specie avente ad oggetto un'operazione di *trade sale*, passa dalla più permissiva *business judgment rule* al più rigoroso *entire fairness test*. È opportuno precisare che siffatto passaggio risulta particolarmente oneroso sotto il profilo processuale, giacché «the entire fairness standard is inherently fact-intensive, requiring evidence about process and price, it can be very difficult in that setting for directors to have litigation terminated at an early stage when the factual record has not yet been developed»: così S.E. BOCHNER-A.L. SIMMERMAN, *The venture capital board member's survival guide: handling conflicts effectively while wearing two hats*, in *Del. J. Corp. Law*, 2016, 8. Più recentemente, per casi simili, si veda *Frederick Hsu Living Trust v. ODN Holding Corp.*, No. 12108-VCL, 2017 *WL* 1437308 (*Del. Ch.* Apr. 24, 2017); *In re Nine Sys. Corp. S'holder Litig.*, 2014 *WL* 4383127 (*Del. Ch.* Sept. 4, 2014). Sul tema, *amplius*, R.P. BARTLETT III, *Shareholder Wealth Maximization as Means to an End*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2015, 255 ss.

[148] In argomento, L.E. STRINE JR.-J.TRAVIS LASTER, *The siren song of unlimited contractual freedom*, in R. W. HILLMAN-M. J. LOEWENSTEIN (a cura di), *Research Handbook on Partner-*

d'ostacolo al pieno operare della libertà contrattuale, il ricorso alla *LLC* (*Limited Liability Company*) ha rappresentato una alternativa, spesso colta anche dai fondi di *VC* [149]. Tuttavia, per superare anche tali ostacoli, il diritto societario è stato subito modificato, sicché dal 2000 si consente nel Delaware di escludere statutariamente l'applicazione del divieto di appropriazione di *corporate opportunities*, novità normativa – questa – accolta con grande entusiasmo da parte delle società e dei loro investitori [150]. A livello statistico, in ogni caso, i fondi VC investono prevalentemente in *corporation* e non in *LLC*, e ciò sia per ragioni fiscali che per semplificare l'uscita finale dall'investimento tramite *IPO* senza bisogno di una previa trasformazione societaria [151].

È quindi tenendo a mente quanto appena osservato circa il ruolo propulsivo dello sviluppo del *VC financing* assunto da un diritto societario ampiamente derogabile [152] che possiamo ora volgere l'attenzione ai problemi sollevati dalle riforme del 2012-2017.

---

ships, LLCs and Alternative Forms Business Organizations, Cheltenham, Elgar, 2015, 11 ss.. T. WOOLF, *The Venture Capitalist's Corporate Opportunity Problem*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2001, 473 ss.; M. GELTER/G. HELLERINGER, *Corporate Opportunities in the US and in the UK*, ECGI Working Paper N° 346/2017, 1 ss., disponibile su https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/ documents/346-2017.pdf, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

[149] Cfr. J.R. MACEY, *The Limited Liability Company: Lessons for Corporate Law*, in *Wash. Univ. Law Q*., 1995, 433 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise*, (nt. 146), 119 ss. (ove parla icasticamente della "*LLC Revolution*"). Per dati statistici, v. O. ELDAR-J. GRENNAN-K. WALDOCK, *Common ownership and startup growth*, *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series* No 2019-42, disponibile su: https://ssrn.com/abstract=3406205, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

[150] *Del. Code Ann. tit*. 8, § 122 (17). Sul tema G. RAUTERBERG-E. TALLEY, *Contracting out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, in *Colum. Law Rev.*, 2017, 1075 ss., che illustrano le ragioni per cui la misura ha avuto un grande successo, a conferma della forte domanda per un diritto societario fatto di regole suppletive anziché imperative.

[151] Così L.E. RIBSTEIN, *The Rise*, (nt. 146), 228, nt. 581.

[152] Al punto che già nel 2002 si profetizzava che «col crescere dell'importanza del *venture capital* e di altre moderne forme di finanziamento delle imprese, crescerà anche la spinta verso l'eliminazione di regole la cui rigidità impone costi significativi agli investitori»: L. ENRIQUES-J.R. MACEY, *Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules*, in *Corn. Law Rev*., 2002, 1165 ss., pubblicato in italiano (da cui si cita) con il titolo *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc*., 2002, 78 ss., in part. 119; v. inoltre J.A. MCCAHERY-E.P.M. VERMEULEN, *Business Organization Law and Venture Capital*, in J.A. MCCAHERY-L. RENNEBOG (a cura di), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, Oxford, OUP, 2003, 162 ss., in part. 173-178, ove la proposta, al fine di favorire la nascita e la crescita di imprese innovative, di introdurre anche in Europa un tipo di società di capitali improntato alla massima autonomia statutaria, sulla scia della *LLC* nordamericana.

PARTE III: L'APERTURA DELLA NUOVA S.R.L. AI FINANZIAMENTI DI VENTURE CAPITAL

Sezione I: *Questioni di metodo*

11. *L'intepretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l.*

Nell'affrontare i problemi del recepimento della prassi *VC* in Italia si incontrano, con precipuo riferimento alla disciplina della s.r.l., due potenziali ostacoli, un primo di carattere normativo e un secondo più propriamente culturale. Il primo è costituito dalle norme codicistiche della s.r.l., sino al 2012 considerate imperative in quanto espressione del principio di rilevanza centrale del socio posto a base della riforma del 2003. Il secondo coincide con l'atteggiamento, diffuso in dottrina, di tornare a guardare alla (nuova) s.r.l. dalla prospettiva della s.p.a., ossia della società che tradizionalmente fa ricorso all'offerta al pubblico, in nome del fenomeno del *crowdfunding* e dimenticando invece le esigenze del *venture capital*.

12. *È ancora attuale e vigente un principio di "rilevanza centrale del socio"?*

Si è appena accennato al fatto che la riforma del 2003, presupponendo come fenomeno della realtà unicamente una s.r.l. formata da soci imprenditori, abbia modellato il nostro tipo sulla base del principio di rilevanza centrale del socio, dettando tutta una serie di regole volte ad assicurare il rispetto della proporzione di ciascun socio nella partecipazione al contratto sociale. I punti di emersione di tale principio sono stati individuati nell'art. 2481-*bis* c.c., che, con regola particolarmente rigida nel panorama comparatistico [153], per l'au-

[153] V., ad esempio, in Germania il § 55 *GmbHG*, il quale in materia di aumento reale del capitale sociale ammette, secondo la dottrina e la giurisprudenza dominanti, restrizioni o, addirittura, l'esclusione di siffatta prerogativa quando ciò appaia idoneo, necessario e anche proporzionale al fine del raggiungimento dello scopo perseguito (c.d. controllo a tre passaggi). Sul punto, v. J. LIEDER, *Kommentar zu § 55*, in H. FLEISCHER-W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, (nt. 20), *Rdn*. 80 ss.; ed in giurisprudenza il *leading case Kali + Salz*: *BGH*, 13.3.1978 – II *ZR* 142/76, in *BGHZ* 71, 40.

mento di capitale a pagamento prevede l'obbligatorietà dell'opzione [154] e, in caso di diversa disposizione dell'atto costitutivo – salvo che per la ricostituzione del capitale sceso al di sotto del minimo legale [155] – comunque il diritto di recesso [156]; nell'art. 2481-*ter* c.c., che nell'aumento di capitale gratuito attuato tramite passaggio di riserve a capitale impone di mantenere «immutata» la quota di partecipazione di ciascun socio [157]; nell'art. 2482-*quater* c.c., che per la riduzione di capitale per perdite impone il mantenimento «delle quote di partecipazione e dei diritti spettanti ai soci» [158]; nell'art. 2468, quarto comma, c.c., che per la modifica dei diritti particolari dei soci di s.r.l. richiede il consenso dei singoli soci pregiudicati, surrogabile, nell'ipotesi di diversa statui-

[154] *Rectius*, diritto di sottoscrizione; peraltro anche nel caso di quote da liberarsi in tutto o in parte mediante conferimenti in natura, v. sul *punto* G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530, nt. 8.

[155] Così recuperando la soluzione che la dottrina più risalente – e oramai superata – aveva ritenuto di adottare anche nel diritto delle s.p.a. Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1726-1727, che richiama la relazione al d.lgs. n. 6/2003, § 11, che ha giustificato tale previsione con l'esigenza di «impedire prassi non commendevoli che la pratica ha a volte elaborato per ridurre sostanzialmente o addirittura eliminare la partecipazione della minoranza»; lo stesso autore afferma che il chiaro tenore dell'art. 2481-*bis* c.c. appare ispirato «all'esigenza di scongiurare non solo l'eliminazione, ma anche la semplice riduzione della partecipazione dei soci minoritari»; D. CORRADO, sub *art. 2482*-ter, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1313 ss.

[156] Cfr. A. BARTALENA, sub *art. 2481*-bis, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1655 ss.; S. A. CERRATO, sub *art. 2481-2481*-ter, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario,* cit., 1945 ss.; G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art. 2481*-bis, (nt. 45), 1179 ss.; E. FAZZUTTI, sub *art. 2481*-bis, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, Giappichelli, 2003, 192 ss.; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 914 ss.; G. RACUGNO, *Le modificazioni del capitale sociale nella nuova s.r.l.*, in *Riv*. soc*.,* 2003, 811 ss.

[157] Nel senso che la "mutazione" vietata è quella del rapporto aritmetico tra partecipazione e capitale, con conseguente conservazione della «misura per l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione», v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1596 e 1598-1599, ove l'individuazione della scelta «squisitamente giuspolitica» compiuta dal legislatore; v. inoltre G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art. 2481*-ter, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1231 ss., in part. 1235 ss., ove richiami alle diverse opinioni espresse in dottrina circa la derogabilità (con il consenso di tutti i soci) o inderogabilità del principio; S. PATRIARCA, *L'aumento del capitale a titolo gratuito*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 944 ss.

[158] Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1757 ss., in part. 1760, che attribuisce alla norma «una portata strategica che va ben oltre la *sedes materiae* in cui è formulata».

zione dell'atto costitutivo, «in ogni caso» dal diritto di recesso *ex* art. 2373 c.c. [159]; nell'art. 2466, secondo comma, c.c., che consente la vendita all'incanto delle quote del socio moroso – in luogo dell'attribuzione proporzionale agli altri soci – solo in presenza di apposita clausola dell'atto costitutivo [160]; negli artt. 2473 c.c., in tema di recesso, e 2473-*bis* c.c., in tema di esclusione del socio, in base ai quali la quota del socio recedente o escluso può essere acquistata da un terzo solo con il consenso di tutti i soci [161].

Secondo la dottrina assolutamente dominante la declinazione del principio comportava che «laddove si tratti di incidere sulla pretesa di ciascun socio al mantenimento dell'assetto originario dei rapporti fra i propri e gli altrui diritti, fra la propria e le altrui partecipazioni, tale incidenza non può che prodursi con il consenso di tutti i soci, o quantomeno di quelli da essa pregiudicati» [162].

L'esistenza di tale principio di rilevanza centrale del socio assumeva e assume tuttora particolare rilevanza alla luce della da più parti riconosciuta non totale organicità e autosufficienza del sistema delle s.r.l. uscito dalla riforma [163]. Quello che, infatti, sembra essere l'atteggiamento interpretativo prevalente è nel senso che, in caso di lacune normative nella disciplina della s.r.l.,

---

[159] Sul punto v. la monografia di A. DACCÒ, *«Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013.

[160] V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, Giappichelli, 2012, 43 e la bibliografia alle nt. 144 e 145.

[161] V. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, (nt. 160), 44 e la bibliografia alle nt. 148 e 150.

[162] Così G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1761. Analogamente, da ultimo, G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), III, 1559 ss., in part. 1564, che riconduce alla «esigenza di tutelare le basi contrattuali della società e, sostanzialmente, le posizioni dei singoli soci […] la decisa opzione per la regola della unanimità dei consensi ogni qualvolta la decisione di modifica del capitale incida sull'ammontare delle posizioni preesistenti dei soci; cioè, sull'assetto contrattuale della società».

[163] Cfr., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 26. V. inoltre F. D'ALESSANDRO, *La "provincia" del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc*., 2003, 34 ss.; V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato e forse poco utile*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo-M. Cera-S. Patriarca, Torino, UTET, 2011, 307 ss., in part. 314; G.C.M. RIVOLTA, *Profilo della nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, (nt. 43), 703 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, I, Torino, UTET, 57 ss., in part. 87 ss. *Contra* v., ad esempio, M. STELLA RICHTER JR., *Di alcune implicazioni sistematiche*, (nt. 48), 11 ss.

prima di affermare l'assenza di una disciplina e, quindi, la totale autonomia delle parti, è necessario escludere: *i*) la possibilità di ricavare norme imperative da principi generali della disciplina del tipo [164], quali ad esempio proprio quello della rilevanza centrale del socio [165], o quello del divieto di ricorrere al

[164] Cfr., in merito a tale processo di costruzione di "metanorme" del diritto societario italiano, L. ENRIQUES, *Società per azioni*, (nt. 3), 966-967.

[165] Così espressamente G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2003, 58 ss., in part. 75. Si pensi al dibattito sull'ammissibilità del recesso parziale in assenza di specifiche clausole statutarie, su cui v. in senso negativo F. ANNUNZIATA, sub *art. 2473* c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 513 e M. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm*., 2004, II, 404 ss., in part. 405; in senso positivo L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm*., 2004, I, 746 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 216. Si pensi, inoltre, al dibattito sull'inadempimento parziale del socio all'obbligo di conferimento e alle sue conseguenze in punto di applicazione dell'art. 2466, quarto comma, c.c. [su cui v., da ultimo, nel senso che, salvo che lo statuto non disponga la indivisibilità, il già socio moroso nel versamento a seguito di aumento di capitale da lui sottoscritto può essere escluso solo per la parte di quota corrispondente al debito da sottoscrizione derivante dall'aumento non onorato, Cass., 21 gennaio 2020, n. 1185, in *Foro it*., 2020, I, 1241 ss., con nota critica di S.A. CERRATO, *Insidiose questioni su aumento di capitale e mora del socio di s.r.l.*, il quale però riconosce che l'affermazione del carattere unitario della quota «merita sicuramente di essere attentamente vagliato quando dalla s.r.l. «classica» si passi ai modelli avanzati che derogano al divieto di negoziazione delle quote sul mercato (*start up* o Pmi innovativa)»; nel senso dell'impossibilità di scindere la quota liberata da quella non liberata, CNN, Studio 5396/1 – *Questioni in tema di vendita in danno della quota del socio moroso di s.r.l.*; nel senso della possibilità di scissione v. già Cass. 12 maggio 1965, in *Giur. it*., 1965, I, 1507, con nota critica di G. SANTINI, *Cessione parziale di quota non liberata nella società a r.l.*, in cui si ammette la cedibilità della sola porzione già liberata; *contra* v. G. FERRI, *Le società*[3], Torino, UTET, 1987, 435]. Ancora, si consideri il dibattito sulla possibilità per il socio di s.r.l. di possedere più quote, o infine a quello sull'ammissibilità del voto divergente, tutti iscrivibili nel più ampio dibattito sulla "unitarietà della quota" su cui, anteriormente alla Riforma del 2003 e quindi sotto il vigore dell'art. 2482 c.c., v., con posizioni opposte, P. SPADA, *La tipicità delle società*, (nt. 99), 469; e G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 158 ss.; più recentemente v., nel senso che l'abrogazione dell'art. 2482 c.c. non osterebbe a una divisibilità delle quote, M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata – Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2004, 287; P. REVIGLIONO, sub *art. 2468*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 1815; G. SANTONI, *Le quote di partecipazione nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 389 ss. Per un riepilogo delle posizioni v. da ultimo G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, in *Riv. soc*., 2017, 1087 ss., in part. 1108 ss., che propone di ancorare la possibilità di una divisibilità a seconda che sia o meno stata prevista una «clausola di apertura al mercato» *ex* art. 2466, primo comma, alinea terzo, c.c.

pubblico risparmio [166-167]); *ii*) la possibilità di applicare analogicamente le disposizioni dettate per altri tipi sociali [168].

Dubitiamo, però, che tale chiara scelta di campo sia stata confermata dal legislatore delle riforme 2012-2017 [169], che ha re-immaginato la s.r.l. come

---

[166] Per la condivisibile affermazione che la "unitarietà della quota" sia una caratteristica che va a discapito della possibilità per la s.r.l. di reperire risorse finanziarie v. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2002, 149: «se il futuro decreto legislativo … prevedesse (o autorizzasse l'atto costitutivo a prevedere) anche per la s.r.l. l'articolazione del capitale in quote unitarie, indivisibili e cumulabili in capo allo stesso socio, verrebbe con ciò adottata una soluzione la quale, grazie alla maggiore idoneità alla circolazione derivante alle suddette quote dalle loro caratteristiche di uniformità e fungibilità, favorirebbe le prospettive per la società di reperire le risorse di cui necessita pur senza bisogno di fare appello al pubblico risparmio»; v. inoltre ID., *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 513 nt. 20, ove l'A. ricorda come questa è la soluzione prescelta in Francia, Spagna, Olanda e Lussemburgo, e la bibliografia sul tema della divisibilità della quota cit. in nota a 514-515.

[167] Paradigmatico è il dibattito sorto anteriormente al d.l. n. 179/2012 sulla possibilità di emettere categorie standardizzate di quote, su cui v. *infra* la nt. 246.

[168] Si pensi, solo per citare i più eclatanti, al dibattito sulla sussistenza dell'azione di responsabilità dei creditori di s.r.l., al controllo giudiziario *ex* art. 2409 c.c. o alle modalità di esercizio del recesso [tema su cui v., da ultimo, P. REVIGLIONO, *Le modalità di esercizio del recesso nella s.r.l.*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 330 ss.]. Ma v., in senso critico, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 29 e 31 nt. 44, ove l'Autore mette in guardia contro un atteggiamento di «*path dependance* rispetto al passato tale da far intravedere una lacuna tutte le volte che una disposizione dettata per la s.p.a. non venga ripetuta per la s.r.l. [che potrebbe] materializzarsi nell'antistorico risultato di ricondannare la s.r.l., contro ogni dichiarata intenzione del legislatore della riforma, a una posizione di sudditanza rispetto al tipo azionario».

Notevoli, peraltro, sono i casi di travaso della disciplina delle s.r.l. alle s.p.a. chiuse. Si pensi all'ampliamento del diritto di ispezione del socio oltre i limiti stabiliti dall'art. 2422 c.c. (su cui Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, II, 757 ss., con nota di G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*) o, ancor più evidentemente, all'estensione analogica dell'art. 2467 c.c. [cfr. Cass., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Riv. dir. comm*., 2016, II, 11 ss., con nota di D. BONACCORSI DI PATTI, *Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta*; seguita da Cass., 20 giugno 2018, n. 16291, in *Foro it*., 2018, I, 2753 ss. Sul punto cfr. N. BACCETTI, *Informazione e postergazione*, (nt. 99), ove riferimenti bibliografici sul tema; M. IRRERA, *L'art. 2467 c.c.: limiti di applicazione di una norma transtipica ad una "s.r.l. transtipica"*, in ID. (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 394 ss.].

[169] Analogamente A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), 86, il quale, seppur muovendo da un presupposto diverso a quello da noi sostenuto (il sostanziale riavvicinamento della s.r.l. alla s.p.a. a seguito delle recenti riforme).

nuovo fenomeno sotto un duplice aspetto: *i*) da un lato il fenomeno della s.r.l. chiusa in cui coesistono soci imprenditori e soci investitori professionisti (la s.r.l. VC-*backed*) ovvero, per utilizzare le parole di Ascarelli, della s.r.l. voluta da «imprese più audacemente speculative che per la loro stessa natura [vogliono] sfuggire alle rigorose prescrizioni della legge sulle anonime» [170]; *ii*) dall'altro lato il fenomeno, ellittico rispetto all'evoluzione storica del tipo s.r.l. in tutte le altre esperienze europee [171], della s.r.l. "aperta" al mercato, sebbene "minore", delle proprie quote tramite il *crowdfunding*.

Tale notevole cambio di paradigma, però, non ha fatto i conti con la perdurante vigenza di quelle già citate norme codicistiche della s.r.l. che, invece, ancora ispirate al diverso fenomeno della s.r.l. "società di persone a responsabilità limitata" si preoccupano, pur non sempre affermando la propria inderogabilità, di mantenere inalterato il peso proporzionale reciproco dei soci. Norme, queste, che: *i*) alla luce della descrizione sopra compiuta dei problemi regolatori alla base del rapporto tra *founders* e finanziatori esterni, sono del tutto incompatibili con la già segnalata esigenza di un sistema ampiamente dispositivo; *ii*) la cui imperatività non è quasi mai letteralmente stabilita, ma è sempre stata frutto di un'interpretazione sistematica nell'ambito di quei principi che, oggi, perlomeno per le s.r.l. VC-*backed*, sono venuti meno; *iii*) di cui, pertanto, nel prosieguo dell'articolo metteremo in dubbio il carattere imperativo.

Prima di procedere al compito che ci siamo appena prefissi, però, avvertiamo l'esigenza di confrontarci con quelle soluzioni interpretative che hanno interamente posto a base dei loro ragionamenti il fenomeno della s.r.l. aperta in quanto *crowdfunded*. Ciò per negare l'utilità di un'interpretazione delle nuove norme che, con un curioso ricorso storico, faccia sì che la s.r.l. torni ad essere tributaria del sistema s.p.a.

13. *Sulle conseguenze dell'eccessiva enfasi data all'introduzione del* crowdfunding*: la necessità di prediligere un approccio che valorizzi l'autonomia contrattuale.*

A fronte della duplice strada percorsa dalle riforme del 2012-2017, la dottrina italiana, forse influenzata dalla narrazione indotta dalla "saggezza della

[170] V. *supra* la nt. 31.

[171] V. *supra* il § 6.

folla"[172], ha prestato molta attenzione al fenomeno, invero altrove alquanto marginale in termini assoluti[173], dell'*equity crowdfunding*[174], che peraltro non

[172] E v. sul punto, con caustica ironia, M.B. DORFF, *The Siren Call of Equity Crowdfunding*, in *Jour. Corp. Law*, 2014, 493 ss., in part. 495: «cloaked in the "wisdom of crowds" mystique and combining private investment, the promise of jobs, aid to small businesses, and middle-class access to exciting investment opportunities, the crowdfunding aspect of the JOBS Act was an easy sell to both parties», e p. 505: «Equity crowdfunding holds the appeal of being quintessentially American. It is the classic rags-to-riches story, where an enterprising young person turns a smart idea into a globe-straddling company and along the way makes fortunes for those investors perspicacious enough to see the idea's value early on. Yet it is also thoroughly democratic and rather oddly antiestablishment because it opens up these investment opportunities-which were previously limited to the already wealthy-to ordinary folks».

[173] Al 30 giugno 2019, a sei anni dalla sua introduzione, solo 401 imprese hanno attivato campagne di *crowdfunding* autorizzate, raccogliendo 82,7 milioni di euro complessivi, mentre le operazioni *VC* di *early* stage ed *expansion* registrate nel solo anno dal luglio 2018 al luglio 2019 ammontano ad oltre 1,19 miliardi di euro: v. POLITECNICO DI MILANO, *La finanza alternativa e le PMI in Italia. Secondo quaderno di ricerca*, 30 novembre 2019, disponibile su: www.osservatoriocrowdinvesting.it, ultimo accesso il 15 giugno 2020, 19 ss. (per i dati relativi al *crowdfunding*) e 51 ss. (per i dati relativi al *VC*). A livello europeo, v. CAMBRIDGE UNIVERSITY-CENTER FOR ALTERNATIVE FINANCE, *Shifting Paradigms. The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, disponibile su: https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.Xgjb1C2h3kI, ultimo accesso il 15 giugno 2020, secondo il quale l'ammontare complessivo dell'*equity crowdfunding* a livello europeo è inferiore a 500 milioni di euro annui (a fronte di 2,5 miliardi di euro nel solo 2017 per il solo *consumer lending*). Per statistiche relative alla diffusione del fenomeno in USA, v. A.A. SCHWARTZ, *Crowdfunding Issuers in the United States*, *U of Colorado Law Legal Studies Research Paper No. 20-20*, disponibile su https://ssrn.com/abstract=3594496, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

[174] Cfr., tra i molti, I. CAPELLI, L'equity based crowdfunding *e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 537 ss.; E. FREGONARA, L'equity based crowdfunding: *un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it*., 2016, 2287 ss.; ID., *La start up innovativa*, (nt. 6); A. GUACCERO, *La* start-up *innovativa*, (nt. 6); M. MOZZARELLI, *L'*equity crowdfunding *in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, I, 650 ss.; A. OTTOLIA, *L'*equity crowdfunding *tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banca merc. fin*., 2014, 43 ss.; G. PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'*"equity based crowdfunding", in *Riv. dir. priv*., 2016, 559 ss.; G.A. POLICARO, *Dalle s.r.l. emittenti sui portali* online *di* equity crowdfunding *alle s.r.l. aperte*, in M. Irrera (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 100 ss. M.L. VITALI, "Equity crowdfunding": *la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc*., 2014, 371 ss. In senso perlopiù critico verso il percorso seguito dal legislatore italiano nell'introduzione del *crowdfunding*, v. gli scritti di A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul* crowdfunding, in *Dir. banca merc. fin*., 2014, I, 357 ss.; e ID., Equity-based crowdfunding: *la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc*., 2019, 1237 ss., in part. 1293, a giudizio del quale «la sommatoria

era oggetto di particolare attenzione nel rapporto "Restart Italia!" e che non costituisce, per la letteratura in tema di imprenditorialità, fenomeno rilevante per il finanziamento di *startup* innovative [175], dove invece hanno un ruolo centrale i *business angels* e i *venture capitalists*.

Di qui il fiorire di diverse ricostruzioni interpretative, tutte accomunate dal fatto di ricorrere, più o meno espressamente e con diversa intensità, all'ar-

dei vuoti [di disciplina] così creati restituisce, come all'esito di un vivido viaggio a ritroso nel tempo, un quadro di un mercato finanziario primitivo e, com'è prevedibile, insidioso […] il che potrebbe forse indurre a ridimensionare lo sforzo promozionale intorno a taluni esperimenti normativi poco fecondi e non scevri di rischi per sondare piuttosto la plausibilità di altre modalità di risorse finanziarie in un'ottica – molto invocata, ma poco perseguita – di affrancamento dal canale bancario».

[175] In primo luogo, il *crowdfunding* potrebbe essere destinato a rimanere marginale (tale affermazione sembra essere confermata dai dati sulla diffusione del *crowdfunding* raccolti in POLITECNICO DI MILANO, *4° Report italiano sul* crowdinvesting, luglio 2019, disponibile su: www.osservatoriocrowdinvesting.it, 27-38) e, comunque, a non riguardare le imprese con più alte possibilità di successo, che continueranno a finanziarsi tramite i canali "privati" del *VC* che, oltre a essere gestito da soggetti maggiormente in grado (per competenze già acquisite e investimenti che possono sopportare) di individuare le iniziative realmente profittevoli, offre notevoli vantaggi in termini di ampia autonomia delle parti (là dove consentita dal diritto societario applicabile) e requisiti regolamentari del tutto assenti: v. sul punto M.B. DORFF, *The Siren Call*, (nt. 172), 497, 506 e nt. 115, ove bibliografia sul punto, oltre che, più nel dettaglio, 517 ss. V. però D.M. IBRAHIM, *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?*, in *Minn. L. Rev*., 2015, 561 ss., in part. 589 ss., in cui si ipotizza che il sistema di finanziamento tramite *crowdfunding* aperto ad investitori non sofisticati potrebbe essere complementare rispetto alle fasi di *bootstrapping* o *FFFs*.

Inoltre, per poter raggiungere accettabili livelli di efficienza, il *crowdfunding* deve consentire alle piattaforme di selezionare, a volte anche duramente, i progetti da sottoporre all'attenzione del pubblico, così però tradendo la sua vocazione inclusiva e democratica: in argomento, A.A. SCHWARTZ, *The Gatekeepers of Crowdfunding*, in *Wash. & Lee L. Rev*., 2018, 885, disponibile su: https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol75/iss2/6, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

A ciò si aggiunga che, anche là dove previsto, il limite posto alle campagne di *crowdfunding* è così basso da consentire un finanziamento di nuove imprese solo al loro primissimo stadio, così che tutte le imprese *crowdfunded* si troveranno, presto o tardi, a necessitare di finanziamenti che potranno reperire solo tramite i canali *VC*. Il problema è, insomma, che all'intervento dei *VC* si accompagnerà, inevitabilmente, una notevole diluzione dei *crowdfunders* che, così, in assenza di specifiche clausole anti-diluizione (che non sono in grado di contrattare: v. sul punto *infra* il § 15.2), anche in ipotesi di successo dell'impresa finanziata si troveranno a non beneficiarne, o a beneficiarne solo marginalmente. Su quest'ultimo aspetto cfr. M.B. DORFF, *The Siren Call*, (nt. 172), 498 e, più nel dettaglio, 515 ss.; J.S. WROLDSEN, *The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd*, in *Vand. J. Ent. & Tech. Law*., 2013, 583 ss., in part. 583.

gomento tipologico [176] per affermare la inadeguatezza della disciplina codicistica della s.r.l. rispetto al nuovo fenomeno e, quindi, per affermare la possibilità di "ibridarla" [177] con la disciplina della s.p.a., ritenuta più adeguata a regolare il fenomeno, ritenuto centrale, della s.r.l. "aperta" in quanto *crowdfunded*.

Secondo un orientamento la disciplina della s.p.a. dovrebbe essere applicata alla s.r.l. P.M.I. solo là dove quella originaria della s.r.l. presenti delle lacune o, comunque, disciplini alcuni aspetti in maniera poco appropriata rispetto alla realtà della "s.r.l. aperta" [178]. In tale prospettiva, però, il superamento di alcune norme della s.r.l. dettate dal codice civile non è visto in funzione di un ampliamento dell'autonomia statutaria, ma è piuttosto riconducibile alla distinzione tra "soci imprenditori", per cui continuerebbero a valere le regole codicistiche della s.r.l., e "soci investitori" (divenuti tali tramite portali di *crowdfunding* e disinteressati ad ottenere un peso organizzativo), per i quali

---

[176] Ossia, per utilizzare le parole di G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 54-58 di quell'argomento che: *i*) constata la «emersione empirica di un determinato tipo societario alla quale il legislatore intende ispirare il proprio intervento regolatore [c.d. tipo in senso socio-economico], o perché la considera prevalente nella prassi o perché ne intende favorire la diffusione ritenendola più omogenea rispetto ai propri valori»; *ii*) individuato il tipo in senso socio-economico gli assegna ruolo di parametro «per ricostruire la *ratio* di un determinato regime giuridico» che andrà interpretato alla luce di esso «giusta il canone ermeneutico il quale individua nei fini perseguiti attraverso la norma, e dunque nella *ratio* della medesima, uno degli strumenti per la ricostruzione della *voluntas legis*».

[177] Cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1469, richiamando la «tendenza all'ibridazione dei tipi» di cui discorre M. CIAN, *Società* "start-up", (nt. 89), 969 ss. (e v. già ID., *Le* start-up *innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm*., 2014, 2014, 1178 ss., in part. 1183), intendendo con tale espressione «l'introduzione di nuovi modelli tipologici che attingano a più di un tipo tradizionale o che siano creati per derivazione da uno di essi, ma con l'innesto di elementi normativi caratterizzanti uno o più altri»; similmente O. CAGNASSO, Start up *e PMI innovative: inquadramento*, in *Giur. it*., 2016, 2285 ss., in part. 2301; S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, 877 ss., in part. 877; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc*., 2018, 335 ss.

[178] Cfr. N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc*., 2019, 501 ss.; O. CAGNASSO, *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell'ambito delle società P.M.I*., in *Nuovo dir. soc*., 2018, 915 ss. Per la possibilità di interpretare le norme di s.r.l. *startup* alla luce dei principi dettati in tema di s.p.a., v. già lo spunto in M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start-up *innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. not*., 2013, I, 1113 ss., in part. 1121, i quali, però, negano che la s.r.l. *startup* innovativa possa costituire un "tipo" a sé stante, argomentando dalla (allora vigente) temporaneità delle deroghe al diritto societario.

varrebbero le regole della s.p.a. Questo tipo di approccio potrebbe essere definito "*à la carte*", in quanto individua la disciplina applicabile alle "nuove s.r.l." prendendola, di volta in volta, da quella della s.p.a. o delle s.r.l., se ed in quanto ritenuta più consona al fenomeno da regolare. Tale approccio pone a nostro giudizio un problema di correttezza nell'impiego dell'argomento analogico, perché non è volto a sopperire a lacune, bensì a sostituire – in base ad un argomento di prevalenza funzionale – una norma (quella di volta in volta rilevante e relativa alla s.r.l.) con l'altra (quella della s.p.a.) [179].

Secondo altri, invece, la avvenuta assimilazione della s.r.l. "PMI aperta" alla s.p.a. costituirebbe un fatto compiuto e, quindi, sarebbe possibile, anzi necessario, estendere analogicamente (o, con altra locuzione, interpretare estensivamente, in quanto "transtipiche") le norme della seconda alla prima, sia per colmare vuoti di disciplina sia (e qui sta la differenza con il primo approccio) per applicare, in contrasto con le disposizioni dettate dal codice civile per le s.r.l. "tradizionali", le norme imperative che nella s.p.a. hanno lo scopo di tutelare gli investitori o la stabilità del mercato [180], sia, infine, per ridurre teleologicamente alcune norme caratterizzanti il tipo s.r.l. fondate sulla ormai superata rilevanza centrale del socio [181]. Questo secondo approccio, però, oltre a

---

[179] Un caso emblematico è quello dell'ampio dibattito sviluppatosi in merito alla possibilità di sterilizzare il diritto di ispezione dei soci di cui all'art. 2476, secondo comma, c.c., dato che la norma non fornisce alcuna indicazione testuale circa la sua imperatività. Sul punto v. da ultimo, nel senso della derogabilità, P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 73 ss., ove ampi riferimenti bibliografici alle tesi nel senso della inderogabilità.

Analogamente, si è ipotizzata l'applicazione analogica, nell'ipotesi di operazioni straordinarie successivamente compiute, delle regole in tema di s.p.a. in luogo di quelle, più restrittive, dettate per le s.r.l. Così, ad esempio, CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, massima n. 40, Start up *innovativa, categorie di quote e aumento di capitale*: «Qualora la *start up* innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata deliberi un aumento di capitale, il diritto di sottoscrizione attribuito ai titolari di categorie di quote *ex* art. 26, secondo comma, D.L. n. 179/2012 è regolato dagli stessi principi relativi alla società per azioni».

[180] Ci riferiamo, ad esempio, al limite quantitativo posto dall'art. 2351, secondo comma, c.c. all'emissione di categorie speciali di azioni sussistenti per le s.p.a. o a quello di tre votiper azione posto dall'art. 2351, quarto comma, c.c.

[181] Cfr., con chiarezza e dovizia di argomentazioni, P. BENAZZO, Start up, (nt. 92), 479, favorevole a «una tendenziale estensione, in via analogica, dello statuto azionario in misura proporzionalmente rapportata alla conformazione in chiave aperta (vale a dire rivolta al mercato dei capitali) della struttura proprietaria della s.r.l. innovativa», così ipotizzando «l'esistenza di uno statuto comune dell'impresa comunque aperta al mercato, azionaria e non, che si caratterizzi per un'inversione del rapporto di prevalenza tra norme dispositive (e suppletive) e norme imperative (e indisponibili)», oltre che «un'applicazione estensiva (e non già analogica) anche alla s.r.l. di tutti quegli istituti e di quelle norme, propri del modello azionario, tipicamente

dilatare eccessivamente i confini del ragionamento analogico e importare norme imperative da un tipo all'altro, tradisce così, a nostro parere, lo stesso spirito della disciplina.

Entrambe le appena accennate ricostruzioni propongono quindi un'interpretazione adeguatrice del dettato codicistico della s.r.l. al nuovo fenomeno della s.r.l. aperta in quanto *crowdfunded*. Nel far ciò, però, percorrono due diverse direzioni, ovvero: *i*) argomentano la derogabilità di alcune norme codicistiche in ragione della loro (sopravvenuta) inadeguatezza a regolare il fenomeno preso in considerazione; *ii*) sostengono l'applicazione analogica di norme (imperative) dettate per la s.p.a.

Condividiamo l'opportunità di un'interpretazione adeguatrice della disciplina della s.r.l. ai nuovi archetipi socio-economici presupposti dalle riforme 2012-2017 (s.r.l. aperta e s.r.l. VC-*backed*), anche se per le ragioni già esposte riteniamo che sia più opportuno rivolgere l'attenzione al fenomeno della s.r.l. VC-*backed*.

Non condividiamo, però, la correttezza di una trasposizione (a spettro più o meno ampio) di norme imperative della s.p.a. in funzione di un adeguamento del sistema alle esigenze del finanziamento della s.r.l. sul mercato. Non la condividiamo innanzitutto in base ad un argomento storico-comparatistico, avendo dimostrato che il rapporto tra apertura al mercato e maggior grado di imperatività delle norme di diritto societario non si impone di per sé, ma è frutto di una scelta politica storicamente contingente adottata da alcuni ordinamenti dell'Europa continentale sul finire del XIX secolo [182]. Non la condividiamo, inoltre, da un punto di vista metodologico, in quanto «il modello assunto come punto di riferimento dal legislatore allo scopo di regolare una determinata figura di società non rappresenta di per sé un vincolo per l'auto-

pensati e destinati a salvaguardia dell'integrità patrimoniale (quest'ultima strettamente collegata al beneficio della responsabilità limitata), vuoi di un'etero-tutela in favore di soci meramente investitori» (*ivi*, 490). Analogamente ID., *Categorie di quote*, (nt. 56), 1461 ss., limitando tale affermazione alla s.r.l. P.M.I. "effettivamente aperta" (che, cioè, abbia offerto al pubblico le sue quote o abbia conformato il proprio assetto partecipativo per raggiungere tale obiettivo) in quanto contrapposta a quella solo "potenzialmente aperta" (che, cioè, non abbia nemmeno predisposto il proprio assetto partecipativo in funzione di una futura apertura).

Analogamente, nel senso di un'estensione analogica delle norme in tema di s.p.a., O. CAGNASSO, *Il socio*, (nt. 178), 921 ss.; ID. Start up *e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it*., 2016, 2285 ss.; I. CAPELLI, *L'*equity based crowdfunding *e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 17; M. CIAN, *Le* start-up innovative, (nt. 177), 1180 ss.; E. FREGONARA, *L'*equity based crowdfunding, (nt. 174), 2302.

[182] V. *supra* il § 2.

nomia statutaria» [183]. Non riteniamo, insomma, che, a fronte della volontà da parte del legislatore di mantenere la distinzione tra s.p.a. e s.r.l., sia possibile in via interpretativa ritenere applicabili alla s.r.l. norme imperative dettate solo per la s.p.a., per di più utilizzando un criterio, quello tipologico, che, oltre ad essere per sua stessa natura indeterminato e graduale, nel caso concreto si fonda su di una volontà normativa non chiaramente espressa [184].

A nostro giudizio, invece, è metodologicamente possibile fornire un'interpretazione della disciplina codicistica della s.r.l. che la adegui alle esigenze di libertà e autonomia proprie dell'archetipo socio-economico della s.r.l. *VC-backed* rispettando la diversità tra i due tipi sociali e, quindi, sottraendosi alla tentazione di importare norme riferibili alla s.p.a. attraverso il ragionamento analogico in funzione di sostituzione di norme giudicate inappropriate o attraverso l'imposizione di un principio superiore derivato da quella disciplina. Ciò in quanto le evidenti incoerenze della disciplina possono essere affrontate ridiscutendo – ove possibile in assenza di una chiara volontà del legislatore – la natura imperativa di alcune norme (per es., il diritto di accesso di cui all'art. 2476 c.c.) anche alla luce delle recenti riforme. Questo nostro approccio, in sintesi, si confronta criticamente con i possibili blocchi alla libertà contrattuale esistenti nella disciplina codicistica della s.r.l., senza però crearne di nuovi derivando norme imperative implicite dalla disciplina della s.p.a.

---

[183] Così G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 56.

[184] Cfr. G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, (nt. 7), 13, secondo il quale è «assai difficile, per quanto non da escludere in modo assoluto, dimostrare, nel silenzio del legislatore, che la regolamentazione di uno o più aspetti del modello cui si ispira un determinato tipo societario sia stata voluta anche in funzione di analogo modello per ipotesi presente in un tipo diverso e abbia quindi carattere trasversale fra i due tipi». Ancora attuali le considerazioni sul punto svolte nel 1984 da G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 12), 19 ss.; e, più recentemente ID., *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 56. Analogamente M.S. SPOLIDORO, *Considerazioni generali*, (nt. 17), 11, che critica la costruzione di «norme inderogabili per coerenza con la fattispecie», rilevando «la contraddittorietà della pretesa di estrarre da uno strumento conoscitivo, per di più connotato dalla sua elasticità ed indeterminatezza, quale è il tipo, divieti o limiti invalicabili dell'autonomia privata». Più di recente, seppur con riferimento all'interpretazione del nuovo art. 2475 c.c. in tema di competenza dell'organo gestorio, v. M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 23, secondo il quale «la similitudine esistente fra la formulazione dell'art. 2475, primo comma, 1° periodo, e l'art. 2380-*bis*, primo comma, c.c. non significa che si possano asfaltare tutte le differenze fra s.r.l. ed s.p.a. in tema di competenze degli organi sociali, né che sia giustificata un'acritica trasposizione alla s.r.l. degli orientamenti espressi riguardo al modello azionario». Da ultimo in senso critico verso un approccio che valorizzi eccessivamente le potenzialità di integrazione extralegislativa dell'ordinamento del metodo tipologico, A.D. SCANO, *Il "tipo"*, (nt. 47), in generale 38 ss. e, con più specifico riferimento al fenomeno oggetto del nostro specifico interesse, 80 ss.

Sezione II: *Questioni applicative nella contrattazione delle operazioni di* VC

14. *La convertibilità degli strumenti finanziari di* equity *e di* debt.

Sulla base delle predette considerazioni metodologiche, si possono ora affrontare le questioni più spinose attinenti alla contrattazione dell'operazione di *venture capital* alla luce del diritto riformato delle s.r.l., partendo dapprima dal tema della convertibilità di strumenti finanziari di capitale e di debito.

Come si è visto analizzando i tipici canali di finanziamento delle *startup* [185], un ruolo importante, soprattutto nella fase di *early stage* ma anche nei successivi *round* di finanziamento da parte dei *VCs*, è svolto da tutta una serie di strumenti convertibili (titoli di debito convertibili, c.d. *convertible note* o *seed debt*; partecipazioni privilegiate convertibili, c.d. *seed equity*) o convertendi (*SAFE*). Si è poi già accennato alla circostanza che, perlomeno normalmente, le fasi di *early stage* (in cui predominano i *business angels*) sono finanziate tramite *seed debt* o *SAFE*, mentre i *VCs* preferiscono utilizzare strumenti di *equity* convertibili.

Nessun problema, ad eccezione di quello, comune a tutti gli strumenti, relativo alla possibilità di effettuare una conversione sotto la pari [186], sembra frapporsi all'emissione di *seed debt* convertibile in quote, di *seed equity* mediante quote privilegiate convertibili [187] e, soprattutto sotto il profilo della meritevolezza degli interessi perseguiti, all'emissione di *SAFE*, da qualificarsi quali apporti irredimibili non convertibili ma "convertendi in senso stretto" [188].

---

[185] V. *supra* il § 8.

[186] Su cui v. *infra* il § 14.2.

[187] Il punto, a quanto ci consta, non è oggetto di particolare attenzione in dottrina ma, *mutatis mutandis*, possono invocarsi le argomentazioni spese per ammettere nel diritto della s.p.a. la possibilità di emettere SFP convertibili in azioni: sul punto CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni*, e Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Società*, 2016, 976 ss., con le note contrapposte 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*, in part. 983-984, ove ulteriori riferimenti sul tema della convertibilità; in *Giur. comm*., 2017, II, 717 ss., con nota di S. DI NOIA-A. RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, in part. 717-718, ove ulteriori riferimenti.

[188] Rimandiamo per ogni maggior dettaglio al lavoro di F. REDOANO, *Il SAFE*, (nt. 119), 10 ss., ove ulteriore bibliografia, cui *adde* la trattazione relativa alle *obligations remboursables en actions* (*ORA*) di diritto francese compiuta da N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrifi-*

Rimangono, quindi, i seguenti profili d'indagine: *i*) quello della stessa ammissibilità dei titoli di debito o strumenti finanziari convertibili in quote dell'emittente; *ii*) quello dell'applicabilità della peculiare disciplina (limitatrice e restrittiva) dell'art. 2483 c.c. ai *seed debt* emessi sotto forma di titoli di debito convertibili o anche, solo per le s.r.l. *startup* e PMI innovative [189], sotto forma di strumenti finanziari convertibili; *iii*) quello della possibilità di prevedere tassi di conversione "sotto la pari"; *iv*) quello della eventuale applicabilità analogica della disciplina invece dettata per la s.p.a. in punto di tutela dei titolari in pendenza del periodo di conversione/convertibilità. I primi due profili saranno esaminati congiuntamente nel paragrafo immediatamente seguente, mentre il terzo e il quarto, che prospettano problematiche comuni a qualsiasi titolo convertibile (che sia un titolo di debito, uno strumento finanziario di debito o partecipativo o un *SAFE*), saranno affrontati separatamente.

14.1. *L'ammissibilità di strumenti di debito convertibili in quote dell'emittente e l'applicabilità dall'art. 2483 c.c.*

La disciplina dei titoli di debito dettata dall'art. 2483 c.c. costituisce, insieme a quella della postergazione dei finanziamenti soci *ex* art. 2467 c.c., uno

cale? Considerazioni sulla clausola di recesso a prezzo definito, nota a Trib. Roma, 15 gennaio 2020, il cui dattiloscritto è stato consultato per la cortesia dell'A., destinato alla pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, p. 9. Il *SAFE*, pertanto, non è mai qualificabile come apporto a capitale, potendosi tuttalpiù discutere se il suo rimborso solo eventuale ne consenta un'appostazione a patrimonio netto, così non ponendosi a nostro giudizio quei problemi che affaticano la dottrina in tema di azioni redimibili, portanti cioè il diritto potestativo di essere riscattate a prezzo predeterminato con obbligo di liquidazione a carico delle società, su cui v., per ulteriori riferimenti, N. De Luca, *Il socio "leone",* (nt. 268), 90-91 e bibliografia *ivi* citata, il quale – pur condivisibilmente iscrivendo l'osservazione nell'ambito del più generale problema dell'interpretazione degli statuti societari – osserva che «non dovrebbe contrastare con il divieto del patto leonino l'attribuzione di un'opzione *put* a prezzo definito – a carico della società o di altri soci o terzi – ad un soggetto che non debba qualificarsi azionista o socio, in quanto lo strumento rappresentativo dell'investimento è riconducibile ad altra tipologia di investimento societario, conosciuta e legittimata dall'ordinamento, e segnatamente, in materia di società per azioni, a quella delle obbligazioni o degli strumenti finanziari *ex* art. 2346, comma 6°, c.c.».

[189] L'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012 si riferisce, infatti, alle "società di cui all'art. 25, comma 2", che definisce la "impresa start-up innovativa"; la norma è poi richiamata, per le PMI innovative, dall'art. 4, nono comma, d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. l. 24 marzo 2015, n. 33. Nessun intervento su tale comma è stato invece disposto dall'art. 57, primo comma, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, conv. l. 21 giugno 2017, n. 96 che, invece, ai commi 2, 5 e 6 ha sostituito il mero riferimento alle PMI Le ragioni di tale mancato richiamo non sono comprensibili, trattandosi con ogni probabilità di un difetto di coordinamento.

dei cardini dell'organizzazione finanziaria della s.r.l. frutto della riforma del 2003. Essa, anzi, fu salutata come una notevole innovazione rispetto al regime previgente [190], in cui l'art. 2486 c.c. proibiva alla s.r.l. di emettere prestiti obbligazionari. Ciò nonostante, la figura ha trovato rara applicazione [191]. Numerosi, infatti, sono i limiti posti all'emissione: necessità di una espressa previsione dell'atto costitutivo; limitazione del mercato primario ai soli «investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» [192]; taglio minimo di ciascun titolo di 50.000 euro [193]; garanzia del primo sottoscrittore nei confronti dei successivi acquirenti, a meno che non si tratti di investitori professionali [194] o soci dell'emittente; possibilità, solo in presenza di apposita disposizione statutaria, di modificare le condizioni del prestito rimessa alla «maggioranza dei possessori dei titoli» e non ai portatori della maggioranza delle quote di sottoscrizione del prestito [195].

---

[190] Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003, il cui § 11 enfatizza il rilievo della nuova disciplina, chiarendo come con la sua formulazione si sia cercato «un equilibrio tra l'esigenza di rendere praticabile ed utile per le società a responsabilità limitata l'accesso a queste forme di finanziamento e quella di assicurare la necessaria salvaguardia degli interessi dei risparmiatori».

[191] A tutto il 2018 solo 45 s.r.l. hanno emesso titoli di debito: così POLITECNICO DI MILANO, *5° Report italiani sui Mini-Bond*, febbraio 2019, 27, disponibile su: http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti, ultimo accesso il 15 giugno 2020. Nel 2013, a ben dieci anni di distanza dalla riforma, solo il 18,90% delle s.r.l. avevano modificato i propri statuti prevedendo la possibilità di emettere titoli di debito: v. i dati citati da A. BUSANI, *Titoli di debito di s.r.l.; il bilancio dei primi dieci anni*, in *Società*, 2013, 1317 ss., in part. bibliografia citata alla nt. 5.

[192] Sul significato dell'espressione, che non trova riscontro in altri testi normativi, v. A. DALMARTELLO, *Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ*., 2011, 125 ss.; E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle s.r.l. innovative chiuse*, in *Banca*, *borsa*, *tit. cred*., 2017, I, 589 ss., in part. nt. 23.

[193] Cfr. art. 11 Deliberazione CICR del 19 luglio 2005 e BANCA D'ITALIA, *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 8 novembre 2016.

[194] Sulla definizione di "investitore professionale privato", v. il Regolamento intermediari ("Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari"), n. 20307 del 15 febbraio 2018, Allegato 3.

[195] Cfr. G. CABRAS, sub *art. 2483*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1691 ss., in part. 1703; A. GIANNELLI, sub *art. 2483*, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 1320 ss., in part., 1347; A. LAUDONIO, *Un'organizzazione collettiva per i possessori di titoli di debito* ex *art. 2483 c.c.?*, in *Dir. banca merc. fin*., 2005, I, 429 ss., in part. 443; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005, 80 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2005, 1001 ss., in part., 1008; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1814.

Una disciplina così restrittiva si poneva in perfetta consonanza con la più volte richiamata caratteristica tipologica della s.r.l. presupposta dal legislatore del 2003 (divieto di finanziamento presso il pubblico) e su questa base era giustificato e approvato dalla dottrina [196], che peraltro in via maggioritaria negava la possibilità di emettere titoli convertibili in quote, sostenendo che la idoneità alla circolazione dei titoli convertibili avrebbe comportato una sostanziale elusione dell'art. 2468 c.c. [197].

A valle delle riforme del 2012-2017, con le quali come visto il legislatore ha profondamente mutato l'archetipo delle "nuove s.r.l.", riteniamo che la so-

---

[196] Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1781; v. inoltre M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 745 ss., *passim*; ID., *I titoli di debito*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), II, 1275 ss.; M. PORZIO, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc*., 2004, 1186 ss., *passim*; G. PRESTI-M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, II, Bologna, Zanichelli, 2009, 238, i quali giustificano la diversa disciplina, in punto di prestito obbligazionari, tra s.p.a. e s.r.l. in quanto orientata alla protezione del mercato, considerata la maggiore rischiosità dell'investimento in PMI, caratterizzate da controlli meno stringenti rispetto a quelli previsti per le s.p.a.

[197] Cfr. I. DEMURO, *Alcune osservazioni sui titoli di debito nella società a responsabilità limitata*, in *Giust. civ*., 2004, 519 ss., in part. nt. 13; F. FIMMANÒ, *Gli strumenti finanziari nelle società a responsabilità limitata*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2005, 95 ss., in part. 99 ss.; P. SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella nuova s.r.l.*, in *Riv. soc*., 2003, 799 ss., in part. 806; M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1001; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1797. Ma per una convincente critica M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l.*, (nt. 196), 786-787, il quale peraltro osservava come i titoli di debito convertibili avrebbero potuto «presentare profili di interesse per consentire l'intervento finanziario di investitori professionali nelle piccole e medie imprese particolarmente innovative e ad alto potenziale di sviluppo»; ID., *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 25 s., ove l'A. evidenza "l'ipocrisia" del legislatore nell'avere mantenuto fermo il divieto di offerta al pubblico delle quote per le sole grandi s.r.l.

Le stesse opinioni che ammettevano la possibilità di emissione, peraltro, lo facevano alla sola condizione che fosse impedito ai primi sottoscrittori di ricollocare i titoli mediante sollecitazione all'investimento: cfr. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, Bologna, Il Mulino, 2004, 272; A. BARTALENA, sub *art. 2480*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, III, Napoli, Jovene, 2004, 1648; G. CABRAS, sub *art. 2483*, (nt. 195), 1697; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 363; S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, Zanichelli, 2010, 443; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in A.A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario*, (nt. 36), 994 ss., in part. 999-1000; in senso dubitativo, M. RESCIGNO, *La nuova società a responsabilità limitata*, in M. RESCIGNO-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, Giuffrè, 2004, 275 ss., in part. 287.

luzione negativa all'ammissibilità di titoli convertibili in partecipazioni della s.r.l. debba essere oramai superata. Ciò non tanto in virtù di una oramai acquisita assimilazione tipologica della s.r.l. alla s.p.a.[198], che da tempo conosce una ampia regolazione del fenomeno della convertibilità, né tantomeno in virtù di una coesistenza di soci imprenditori e soci investitori[199], ma, sulla scia della premessa metodologica qui adottata, all'esito di un procedimento di adeguamento del dato normativo alla luce del chiaro intento espresso dal legislatore di favorire lo sviluppo di quelle prassi contrattuali di cui, invece, la dottrina sino a quel momento aveva negato la fattibilità non sulla base di una norma espressa, ma richiamandosi a una diversa fenomenologia della s.r.l. presupposta dal legislatore del 2003, oramai evidentemente superata.

È però innegabile l'applicabilità ai titoli di debito convertibili dell'art. 2483 c.c. che, seppure del tutto incoerentemente con le ragioni ispiratrici dell'intervento riformatore, non è stato espressamente derogato dalle riforme del 2012-2017[200]. I titoli di debito convertibili devono quindi essere necessariamente sottoscritti in prima battuta da investitori soggetti a vigilanza prudenziale (banche, intermediari finanziari) per poi poter essere trasferiti ai *business angels*: ipotesi abbastanza irrealistica, visto che i primi finirebbero per rendersi garanti della solvenza della *startup* verso i secondi[201].

---

[198] V., proprio con riferimento ai titoli convertibili, S. PATRIARCA, *Le obbligazioni e titoli di debito*, in AA.VV., *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, Zanichelli, 2016, 1089 ss., in part. 1156 nt. 270, nonché l'opinione precedentemente espressa in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori. Tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, Giappichelli, 2018, 307 ss.

[199] Così invece E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito*, (nt. 192), in part. 609.

[200] E tale circostanza è forse alla base della prassi seguita in alcuni ambienti italiani che, sulla base delle informazioni in nostro possesso e probabilmente proprio a causa dell'assenza di una chiara presa di posizione da parte del legislatore, si è orientata a stipulare prestiti convertibili su base para-sociale. Si tratta, in buona sostanza, di mutui in favore della società con annessi patti parasociali tra soci e finanziatori in cui i primi si obbligano, all'esercizio o al sorgere del diritto di conversione, a far sì che i secondi ottengano (tramite trasferimento o aumento di capitale riservato) le quote [dell'emittente o di società terze: v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1798] corrispondenti all'applicazione del tasso di conversione sulla somma mutuata, compensando il debito da conferimento con il credito da restituzione del *tantundem.* Notevoli, però, gli inconvenienti che conseguono a tale struttura, primo tra tutti quello della non vincolatività per i futuri soci, oltre che della tutela esclusivamente risarcitoria in caso di inadempimento.

[201] Per risolvere il problema della garanzia della solvenza da parte dell'intermediario primo sottoscrittore potrebbe ipotizzarsi che i *business angels*, come secondi sottoscrittori: *i*) divengano soci dell'emittente acquistando una minima quota del capitale sociale priva di diritti di

Il problema appena sollevato potrebbe invero essere superato sfruttando la possibilità, di recente introduzione, di collocare gli strumenti di debito emessi da P.M.I. tramite piattaforme di *crowdfunding* [202]. Le norme attuative di rango regolamentare emanate dalla CONSOB, infatti, pur formalmente facendo salvi i «limiti dettati dal codice civile» [203], hanno ampliato il novero dei possibili sottoscrittori di tali titoli tramite piattaforme oltre gli angusti limiti stabiliti dall'art. 2483 c.c., includendo anche i c.d. "investitori di supporto", le cui ca-

---

voto e subordinata negli utili e nella quota di liquidazione, così non beneficiando della garanzia per la solvenza dell'emittente grazie all'esclusione stabilita dall'art. 2483, secondo comma, c.c.; *ii*) non possano successivamente alienare il titolo acquistato se non ad altri soci dell'emittente o investitori professionali soggetti a vigilanza in virtù di specifica clausola contenuta nella decisione di emissione. Ciò in quanto il finanziatore/socio acquirente in seconda battuta potrebbe a sua volta rivendere il titolo di debito a un soggetto non socio e non investitore, con permanente garanzia in capo al primo sottoscrittore. V., per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1806-1807 e bibliografia alle nt. 79-80, che contesta sulla base della chiara lettera della norma e argomentando dalla relazione ministeriale la tesi [M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1006; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l.*, (nt. 195), 58 ss.; A. GIANNELLI, sub *art. 2483*, (nt. 195), 1359] secondo la quale la responsabilità del primo sottoscrittore nei confronti di successivi prenditori non "investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale" sarebbe esclusa là dove il loro *dante causa* rivesta tale qualità. M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 26, proprio al fine di rivitalizzare l'istituto dei titoli di debito, propone ora «di fare a meno in alcuni casi della sottoscrizione da parte di un investitore professionale vigilato garante della solvenza dell'emittente».

È però da rilevare come secondo certi autori la (possibile) apertura al mercato delle PMI tramite canali di *crowfunding*, essendo venuto meno quel "privilegio informativo" che giustificava la non necessità di tutela per il sottoscrittore che fosse stato anche socio, imporrebbe, in generale, la disapplicazione dell'esenzione di cui all'art. 2483, secondo comma, c.c.: v., seppur in senso dubitativo, M. CIAN, S.r.l. PMI, (nt. 8), 848. In senso molto più deciso, argomentando in base alla "defettibilità" della norma, A.D. SCANO, (nt. 47), 81. Non riteniamo che tale impostazione sia condivisibile, per le ragioni richiamate in precedenza (v. *supra* la nt. 184 e il testo corrispondente).

[202] Ad opera dell'art. 1, 236° comma, della l. 30 dicembre 2018, n. 145 (Legge di Bilancio 2019) che ha: *i*) modificato l'art. 1, quinto-*novies* comma, T.U.F., introducendo, tra i portali di *crowdfunding*, anche quelli che abbiano come finalità la facilitazione «della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese»; *ii*) introdotto un nuovo comma 1-*ter* all'art. 100-*ter* del T.U.F., riservando «la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito … nei limiti del codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob».

[203] V. però l'art. 24, primo comma, lett. b-*bis*) del Regolamento *Crowdfunding* emanato dalla CONSOB, così come emendato dalla Delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019, che sembra intendere il riferimento ai "limiti" del codice civile come riferito esclusivamente all'art. 2483, primo comma, c.c., che invero non detta alcun limite, rinviando completamente all'autonomia statutaria.

ratteristiche è plausibile attendersi siano soddisfatte quantomeno dai *business angels* [204]. Tale possibile strada di collocamento, però, farebbe venir meno la caratteristica "chiusa" dell'operazione di collocamento privato dell'operazione, anche se la intrinseca rischiosità dell'investimento, la possibilità di determinare tagli sufficientemente elevati e la già accennata opportunità di limitare la circolazione del titolo potrebbero scoraggiare soggetti non già in possesso di adeguate informazioni sull'emittente.

Riteniamo che la vicenda appena descritta denoti una consapevolezza dello stesso legislatore circa l'eccessiva rigidità delle limitazioni poste alla cerchia dei potenziali sottoscrittori di tali strumenti, che quindi sono state allentate consentendo alla CONSOB di individuare «ulteriori categorie di investitori». Ciò, però, complice una eccessiva attenzione nei confronti del solo fenomeno della s.r.l. "aperta", è avvenuto unicamente per gli strumenti di debito collocati presso il pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*, il che è abbastanza paradossale, visto che, come notato, i titoli di debito (convertibili) sono normalmente emessi nell'ambito di operazioni di finanziamento private tramite *business angels* e *VC*. La norma adottata dalla CONSOB, comunque, costituisce un valido argomento sistematico a favore della tesi, che andremo subito a sostenere, secondo la quale le limitazioni poste dall'art. 2483 c.c. non si applicano agli strumenti finanziari emessi (*ex* artt. 26, comma settimo, d.l. n. 179/2012 e 4, comma nono, d.l. n. 3/2015) da s.r.l. *startup* o PMI innovative che attribuiscano diritti partecipativi.

La possibilità concessa alle s.r.l. *startup* e P.M.I. innovative di emettere strumenti finanziari permette l'emissione di strumenti finanziari convertibili sottratti all'applicazione dell'art. 2483 c.c., mancando la *eadem ratio*, se con contenuto "partecipativo", ossia, a seconda delle impostazioni cui si ritiene di aderire [205], che comunque conducono al medesimo risultato che qui interessa, se do-

[204] E v. l'art. 24, secondo-*quater* comma, del Regolamento *Crowdfunding*, che, nel regolare la platea di possibili sottoscrittori estende la possibilità anche ai soggetti di cui al secondo comma (c.d. investitori di supporto) e quindi: agli investitori non professionali che abbiano un valore di portafoglio di strumenti finanziari superiore a 250.000 euro (lett. a); agli investitori che si impegnino ad investire almeno centomila euro in una singola offerta, dichiarando per iscritto, in documento separato, «di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto» (lett. b); agli investitori non professionali che effettuano l'investimento «nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti» (lett. c).

[205] Con riferimento alla stessa distinzione tra le nozioni di strumenti partecipativi e non partecipativi la dottrina è infatti divisa tra: *i*) chi ha ritenuto di ricostruire la fattispecie in termini unitari nell'ambito della fattispecie obbligazionaria [cfr. G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm*., 2003, I, 806 ss. (ma anche in C. MONTAGNANI (a cura

tati di almeno un diritto amministrativo o se comunque partecipanti al rischio d'impresa [206]. Al riguardo è però opportuno far presente che l'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012, mentre appare formulato in perfetta simmetria alla norma dettata per la s.p.a. dall'art. 2346, sesto comma, c.c., il quale pone il principio generale del divieto di esercizio del voto nell'assemblea degli azionisti, non riproduce espressamente il contenuto dell'art. 2351, quinto comma, c.c. che, invece, deroga a tale principio consentendo l'attribuzione del «diritto di voto su argomenti specificamente indicati e, in particolare [la riserva della] nomi-

di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, Giuffrè, 2004, 78 ss.); B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm*., 2007, I, 1 ss.; P. SPADA, *Azioni e strumenti finanziari,* in *La riforma del diritto societario. Le riflessioni del notariato. Studi e materiali, Quaderni del Cons. Naz. Notariato*, suppl. al fasc. 2/2004, Milano, Giuffrè, 2004, 225; ID., *C'era una volta la società …*, in *Riv. not*., 2004, I, 1 ss., in part. 8; da ultimo N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, Giuffrè, 2012, 88 e 102; M. STELLA RICHTER JR., *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*, Atti del convegno per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale – Milano 13-14 giugno 2014, Milano, Giuffrè, 2015, 53 ss.]; *ii*) chi distingue, probabilmente così aderendo maggiormente alla distinzione tra strumenti *participating* e *non participating* (v. *supra* la nt. 130 e testo corrispondente), in base al grado di «partecipazione economica al rischio d'impresa», in sostanza scriminando tra capitale di rischio e capitale di credito: cfr. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto della società*, cit., 729 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm*., 2005, I, 433 ss.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012, 137 ss. Per una sintesi del dibattito cfr. ID., sub *art. 2346, comma 6*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, I, Milano, Giuffrè, 2016, 483 ss.

La questione è all'evidenza rilevante sotto il profilo pratico della rilevazione contabile di tali strumenti: cfr. sul punto M. BUSSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, 29 ss.; M. NOTARI-A. GIANNELLI, sub *art. 2346, comma* 6, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 110 ss.; G.E. COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2004, I, 51 ss.

[206] Conformi N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 511; I. CAPELLI, *L'*equity based crowdfunding, (nt. 181), 18. *Contra* M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start-up, (nt. 178), 1130; M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria: partecipazione sociale, indebitamento ed emissione di strumenti finanziari*, in *Riv. dir. priv*., 2014, 581 ss., in part. 601.

Non rinveniamo sufficienti elementi testuali per sostenere, invece, pur avendo vagliato tale possibilità al dichiarato fine di fornire soluzioni interpretative quanto più volte a favorire la prassi *VC*, che l'art. 2483 c.c. non si applichi agli strumenti finanziari privi di caratteristiche partecipative (*i.e.*, ferma restando l'esclusione del diritto di voto e di nomina di organi sociali – su cui v. *infra* la nt. 336 e il testo corrispondente – privi di diritti amministrativi e, quindi, "di puro debito") emessi da s.r.l. *startup* e PMI innovative, la cui fattispecie andrebbe perfettamente a coincidere con quella dei titoli di debito presa a riferimento da tale norma.

na di un componente indipendente del consiglio di amministrazione».

Per quanto riguarda il *SAFE* la possibilità, peraltro eventuale, di restituzione del capitale investito nell'ipotesi di *liquidity events* non vale a nostro giudizio a qualificarlo come strumento rappresentativo di un capitale di debito e, quindi, sottoposto alla stringente disciplina dell'art. 2483 c.c. Il sottoscrittore di *SAFE*, infatti, effettua un apporto non al fine di vederselo restituito maggiorato di una remunerazione (se fissa o variabile in quanto ancorata all'andamento dell'attività sociale non rileva) ma per vedersi attribuita un'opzione, a prezzo predefinito e (almeno negli auspici) vantaggioso, a partecipare ai futuri *round* di aumento di capitale. I diritti attribuiti al sottoscrittore di *SAFE*, quindi, sono partecipativi: *i*) sia nel senso che attribuiscono un diritto a valenza amministrativa a partecipare ai futuri aumenti; *ii*) sia nel senso che l'eventuale restituzione del capitale in caso di *liquidity events* è comunque postergata rispetto ai creditori sociali e, perciò, è da definirsi quale diritto a partecipare alla distribuzione del residuo attivo della liquidazione.

Alla luce delle precedenti considerazioni, la *startup* può emettere strumenti convertibili, con il limite posto dall'art. 2483 c.c. per le obbligazioni convertibili, salva la speciale disciplina del *crowdfunding*; e senza limiti per l'emissione di strumenti finanziari partecipativi convertibili. Come si è visto, non vi sono problemi per l'emissione di quote convertibili in quote di altra categoria e di *SAFE*.

14.2. *La conversione a sconto (premiale).*

Il tasso di conversione degli strumenti convertibili della prassi *VC* normalmente prevede, sia per il *seed debt* sia per il *SAFE* sia per il *seed equity*, un forte sconto. Tramite tali strumenti, infatti, il titolare può, se del caso con un limite massimo (c.d. "*valuation cap*"[207]), ottenere partecipazioni di valore di gran lunga superiore rispetto al capitale inizialmente versato. Ciò si iscrive nel già esposto meccanismo di incentivi proprio dello *staging financing*[208], caratterizzato da diversi *round* di finanziamento successivi, in cui i finanziatori (soprattutto se *early stage*) subordinano il loro coinvolgimento alla possibilità di ottenere, tramite la conversione – vuoi volontaria vuoi automaticamente al *round* successivo – un notevole ritorno per aver rischiato nella fase iniziale del *business*[209].

---

[207] Su cui v. F. REDOANO, *Il SAFE*, (nt. 119), 7.

[208] V. *supra* il § 7.

[209] È invero possibile osservare, anche in linea generale, che il rapporto di cambio di un ti-

La fissazione di un tasso di conversione anche sotto la pari è ampiamente fattibile nella s.r.l., non trovando un particolare ostacolo nelle norme sull'effettività del capitale sociale e, in particolare, nell'art. 2464 c.c. che impone l'equivalenza tra valore complessivo dei conferimenti e ammontare globale del capitale sociale [210]. La fissazione, non a caso diffusa nella prassi, dell'ammontare del capitale sociale in misura prossima se non pari a quella minima, rende infatti del tutto marginale l'ipotesi in cui il valore dell'apporto iniziale sia tale da non coprire integralmente il valore nominale delle quote offerte in conversione [211].

Una volta rispettato il limite posto dall'art. 2464 c.c., il meccanismo della distribuzione delle quote non proporzionale ai conferimenti (art. 2468, secondo comma, c.c.) consente allora di ottenere gli effetti premiali a favore dei primi finanziatori della *startup*. Non si verificherebbe, peraltro, un'ipotesi di non proporzionalità "estrema" [212], sulla cui ammissibilità la dottrina è divisa, giacché l'apporto del nuovo finanziatore (il VC) verrebbe in parte imputato a capitale e in parte a coprire la differenza tra il valore del finanziamento originario e il valore nominale delle quote (qualora si tratti di titolo convertibile) assegnate a favore dello strumento convertibile [213].

---

tolo convertibile è raramente stabilito esclusivamente sulla base degli indici patrimoniali/reddituali dell'emittente al momento dell'emissione, necessariamente riflettendo le aspettative di futuro apprezzamento dei titoli di compendio legate all'incremento patrimoniale e reddituale derivanti dal successo dell'attività d'impresa. Sul punto sia permesso il richiamo a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 221 e la bibliografia citata alla nt. 44.

[210] Il principio è invero imposto dalle norme europee (cfr. art. 47 Direttiva 1132/17/UE) per la sola s.p.a. (e v. infatti l'art. 2346, quinto comma, c.c.), ma il legislatore italiano lo ha esteso anche alle s.r.l.

[211] Al contrario, è ragionevole attendersi che il finanziamento iniziale sia sempre di molto superiore al valore nominale delle quote attribuite in conversione.

[212] Ossia di un caso in cui vi sono soci che si vedono assegnate partecipazioni senza conferire alcunché, argomento su cui v. *infra* il § 5.2.

[213] Analogamente v., per la s.p.a., quella posizione più liberale che ammette un tasso di conversione sotto la pari alla sola condizione che l'ammontare del nominale dei titoli convertibili sia, grazie ad una distribuzione non proporzionale dei titoli di compendio, uguale a quello del capitale risultante dalla conversione: così A. GIANNELLI, sub *art. 2420*-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, (nt. 45), 257 ss., in part. 278. V. però la posizione più rigorosa secondo la quale la differenza tra il valore reale e il valore nominale delle azioni di compendio sia coperto vincolando le riserve disponibili sino al termine del periodo di conversione: G.B. PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, I, 207 ss., in part. 213. Per un maggior approfondimento ci si permette di rimandare alle osservazioni svolte in A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 222.

14.3. *La disciplina negoziale nell'emissione di titoli convertibili.*

Le riforme del 2012-2017 non hanno ritenuto di dettare per la s.r.l. una disciplina analoga a quella dettata dal Codice per la s.p.a. (artt. 2420-*bis*, 2441, 2503-*bis* c.c.) in tema di operazioni straordinarie compiute dall'emittente nel periodo di conversione. Conformemente alle premesse metodologiche in questa sede adottate, non riteniamo abbia senso affermare la natura "transtipica" di tali norme o, che è lo stesso, sostenerne l'applicazione analogica al fenomeno della "nuova s.r.l." [214].

La soluzione che ci appare preferibile, invece, è quella di rimettere ogni questione all'autonomia delle parti nella predisposizione del regolamento del prestito convertibile, sicché potrebbe anche al limite sostenersi che, in difetto di previsione del regolamento di emissione, ogni operazione possa legittimamente essere ostacolata addirittura da un solo obbligazionista convertibile ad essa contrario [215]. Di conseguenza, è da escludere la necessità, a differenza di quanto accade per la s.p.a., di deliberare un aumento di capitale a servizio del diritto di conversione contemporaneamente all'emissione del prestito, così a ben vedere ricadendosi nella stessa situazione della s.p.a. anteriormente alla novella del 1974 [216].

In ogni caso, quando anche venisse deliberato l'aumento di capitale a servizio del diritto di conversione e pur in presenza di una clausola statutaria che consentisse l'esclusione del diritto d'opzione per permettere la collocazione dei convertibili presso i *business angels* o i *venture capitalists*, l'applicabilità dell'art. 2481-*bis* c.c. comporterebbe la spettanza del recesso ai soci preesi-

---

[214] Per la soluzione negativa, ma ancorata alla concezione di una s.r.l. "chiusa", G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 405. In senso affermativo cfr. M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, (nt. 196), 791; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000. V. sul punto S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari*, (nt. 197), 443 ss.

[215] Così M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1008-1009, secondo il quale la posizione dei possessori dei titoli di debito è essenzialmente estranea al rapporto sociale e, quindi l'emissione dei titoli di debito non comporta automaticamente una loro considerazione in termini di gruppo (organizzato) chiamato a decidere dei propri interessi sulla base del principio maggioritario.

[216] Discutendosi, in particolare, sui rimedi a disposizione degli obbligazionisti convertibili in caso di mancata deliberazione dell'aumento di capitale necessario a permettere la conversione. Per un'ampia e documentata analisi storico-comparativa sul punto. v. G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, Milano, Giuffrè, 1993, 33-53. Nel senso invece della necessità di una delibera di aumento a servizio, v. M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000.

stenti, che potrebbero così ostacolare l'ingresso in società di un finanziatore esterno o, comunque, porre in essere comportamenti opportunistici[217]. Abbiamo però già constatato come il presupposto tipologico su cui si fonda la norma in questione, ovvero la "rilevanza centrale del socio", è stato oramai superato dalle riforme 2012-2017; vedremo subito come da ciò riteniamo possibile sostenere che, quantomeno in sede di costituzione, l'art. 2481-*bis* c.c. sia derogabile da parte dell'autonomia statutaria.

15. *La raccolta tramite capitale di rischio.*

Il tema della raccolta da parte delle "nuove" s.r.l. di capitale di rischio è stato affrontato dal legislatore delle riforme 2012-2017 unicamente sotto il profilo della riconosciuta possibilità di emettere categorie di quote. Ciò nondimeno, la pratica attuazione di gran parte degli schemi contrattuali propri della prassi *VC* potrebbe trovare un notevole ostacolo: *i*) nel caso di aumenti di capitale, nella disposizione dell'art. 2481-*bis* c.c., che in caso di esclusione del diritto di opzione impone il riconoscimento del diritto di recesso ai soci dissenzienti, sulla cui inderogabilità nell'ambito delle "nuove" s.r.l. è quindi necessario interrogarsi; *ii*) nelle varie disposizioni che possono ostacolare l'introduzione di *antidilution clauses*; *iii*) nell'imperatività delle norme attributive di diritti ai soci di s.r.l. e nell'applicazione analogica dei limiti previsti nel sistema delle s.p.a. per l'emissione di categorie di azioni; *iv*) nell'applicazione, e comunque nell'eccessiva dilatazione, del divieto di patto leonino; *v*) nell'interpretazione della disciplina alla luce di un preteso principio di necessaria "equa valorizzazione della partecipazione", tale da fulminare con l'invalidità qualsiasi pre-determinazione pattizia del *quantum* dovuto al socio recedente, trascinato o riscattato in misura inferiore a tale "equa valorizzazione".

Affronteremo questi problemi proponendo quelle soluzioni interpretative in linea con l'impostazione teorica ritenuta più corretta, caratterizzata dal netto rifiuto verso la costruzione interpretativa di principi inderogabili e tesa alla massima valorizzazione della libertà contrattuale e, là dove possibile, a rimeditare l'imperatività di alcune norme codicistiche.

---

[217] Cfr. M. STELLA RICHTER JR., *I titoli di debito*, (nt. 195), 1001; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito*, (nt. 196), 788 e nt. 115, ove la specificazione che la spettanza del recesso potrebbe essere condizionata all'esecuzione, tramite esercizio del diritto di conversione, del deliberato aumento di capitale; M. PORTALE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, (nt. 197), 1000, che prospetta la possibilità di escludere il recesso nell'ipotesi in cui il sottoscrittore si impegni ad offrire i titoli ai soci rispettando la disciplina del diritto di opzione.

15.1. *L'esclusione del diritto di opzione e l'art. 2481*-bis *c.c.*

Il campo dell'aumento di capitale è uno di quelli nei quali maggiormente si avvertono le tensioni tra le esigenze propriamente capitalistiche della s.r.l. *VC-backed* e la disciplina, in ciò non modificata dalle ultime riforme, dettata dal codice civile. La disciplina della s.r.l. in tema di aumento del capitale, infatti, con l'art. 2481-*bis* c.c. accoglie, ancor più che rispetto al Codice del 1942 [218], una nozione "forte" del principio di rilevanza centrale del socio, tale da ricomprendere anche l'interesse al mantenimento del proprio peso organizzativo-amministrativo [219]. Questo costituisce un problema, perché nelle operazioni di finanziamento *VC* il peso reciproco tra *founders* e investitori deve essere frutto della libera negoziazione delle parti. Si è già avuto e si avrà modo di osservare come in numerose occasioni [220] la alternativa tra opzione e recesso, imposta dall'art. 2481-*bis* c.c., può porre un problema di *hold-up* del socio dissenziente, che potrebbe assumere atteggiamenti opportunistici in un momento delicato come quello del reperimento di nuovo capitale di rischio [221].

Il testo dell'art. 2481-*bis*, primo comma, non sembrerebbe consentire alcuna forma di interpretazione adeguatrice. La sua seconda parte, infatti, fa espresso richiamo alla possibilità che l'atto costitutivo preveda l'offerta di

---

[218] Che, almeno, con il richiamo operato dall'art. 2495 c.c. all'art. 2441, primo comma, c.c., ammetteva l'esclusione dell'opzione in caso di conferimenti da liberare in natura: v. sul punto G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1530 nt. 8.

[219] Cfr., sul punto, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1759-1760; M. CETRA, *Le operazioni sul capitale nella s.r.l.*, in *Riv. soc*., 2016, 812 ss., in part. 816-817; G. GIANNELLI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo. Le operazioni sul capitale*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba-G. Marasà, IV, Padova, CEDAM, 2009, 339; ID., *Le operazioni sul capitale*, cit., 1563-1564; F. GUERRERA, *Profili generali delle modificazioni dell'atto* costitutivo, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba-G. Marasà, IV, Padova, CEDAM, 2009, 219 ss., in part. 239; G. PINNA, sub *art. 2481*-bis, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, III, Padova, CEDAM, 2005, 2084 ss., in part. 2086; M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, (nt. 160), 32 ss. e, soprattutto, 38 ss. Da ultimo v. G.P. ALLECA, *L'intangibilità della posizione del socio di s.r.l.*, (nt.165), in part. 1090, che ricollega la scelta compiuta dal legislatore all'intenzione di affermare «il forte carattere contrattuale dell'attuale s.r.l.».

[220] V. *supra*, con riferimento al fenomeno della convertibilità, il § 14. V. inoltre *infra* i §§ 15.1, 15.2, 16.

[221] Che l'attribuzione del diritto di recesso consenta in molti casi al socio dissenziente di esercitare un vero e proprio diritto di veto è constatazione comune in dottrina, v. per tutti O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 334 e L. L. BENATTI, sub *art. 2481*-bis, in A.L. SANTINI-L. SALVATORE-L. BENATTI-M.G. PAOLUCCI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, Zanichelli, 2014, 727 e nt. 1 per ulteriore bibliografia.

nuova emissione a terzi ma nulla dice circa il diritto di recesso attribuito in tale circostanza al socio che non ha consentito alla decisione. Ciò costituisce, secondo la dottrina unanime [222], un indice forte che il diritto di recesso non sia derogabile nell'atto costitutivo.

Di fronte ad un simile dato testuale può diventare difficile argomentare la derogabilità della norma esclusivamente sulla base della circostanza che essa si fonda su un principio, quello della rilevanza centrale del socio, che le riforme del 2012-2017 hanno messo in discussione.

Tuttavia, vi è un altro dato testuale che può fornire sostegno all'argomento della derogabilità. L'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. si conclude affermando che il socio che non ha consentito all'aumento spetta il diritto di recesso a norma dell'art. 2473 c.c. Quest'ultima norma attribuisce all'atto costitutivo la determinazione dei casi in cui al socio spetta il recesso. La disposizione aggiunge, poi, i casi in cui il diritto di recesso comunque spetta al socio (inderogabilmente), ma non menziona il caso dell'aumento di capitale offerto ai terzi. L'interpretazione della disciplina del recesso posta dall'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. trova dunque due argomenti letterali che in qualche misura si elidono. La valorizzazione del richiamo all'art. 2473 c.c. e il fatto che quest'ultimo non menzioni l'aumento di capitale tra le cause inderogabili di recesso sono indizi che potrebbero consentire di affermare la derogabilità statutaria della causa di recesso in questione che, quindi, si atteggerebbe a causa legale, ma derogabile, di recesso [223].

Qualora non si condividesse l'interpretazione dichiaratamente adeguatrice che prospettiamo, si potrebbe comunque aderire a quelle opinioni secondo cui i soci possono rinunciare preventivamente in sede di costituzione all'esercizio di diritti attribuitigli dalla legge [224]. Il punto è, infatti, che il carattere insacrificabile del diritto di recesso poteva razionalmente affermarsi accedendo a quella che abbiamo visto essere stata la ricostruzione adottata dalla dottrina mag-

---

[222] Cfr., fra molti, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 334, il quale pur rilevando come la soluzione non sia esente da critiche, afferma la natura "chiaramente inderogabile" della norma, concludendo nel senso che «l'unico modo per perseguire l'interesse della maggioranza al sacrificio del diritto d'opzione [è] quello di rinunciare ad utilizzare la società a responsabilità limitata e di costituire una società per azioni»; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1545. Nel senso che, in assenza di clausola statutaria a ciò abilitante, la delibera di aumento che escluda l'opzione sia addirittura nulla v. Trib. Milano, 10 gennaio 2007, in *Società*, 2007, 1118 ss.

[223] *Contra* G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1546, secondo il quale il richiamo all'art. 2473 c.c. varrebbe comunque a ricomprendere anche questa causa di recesso tra quelle inderogabili di cui al primo comma della medesima norma.

[224] V. gli Autori citati *infra* alla nt. 227.

gioritaria circa la forza espansiva del principio di rilevanza centrale del socio posto dalla legge delega della riforma del 2003, tale da indurre a qualificare *tout court* come inderogabili tutte le singole norme che ne sono espressione. Tale conclusione, di là del fatto che probabilmente non era già di per sé totalmente convincente in passato, ha perso la sua forza persuasiva a seguito delle riforme del 2012-2017, che hanno fatto venir meno la centralità dell'archetipo s.r.l. quale società a forte rilevanza delle persone dei soci. Nell'ottica di una società che deve potersi finanziare anche attraverso il ricorso al *venture capital*, nel caso di aumento di capitale offerto a terzi l'attribuzione del recesso al socio dissenziente equivale all'attribuzione di un diritto di veto capace di impedire il ricorso della società a nuovi *round* di finanziamento volti a far entrare nuovi fondi di *venture capital*. Ciò può benissimo porsi in contrasto con gli interessi che hanno, in fase di negoziazione iniziale, tutti i soci: l'attribuzione di un diritto di *exit* non negoziabile in caso di dissenso opera, *ex ante*, come elemento di dissuasione a porre in essere l'operazione di finanziamento, in danno all'interesse al reperimento di risorse finanziarie esterne e alla massimizzazione del valore della *startup* di cui è portatore lo stesso socio che la norma imperativa intenderebbe proteggere [225]. Ciò implica, inoltre, la sostanziale irrealizzabilità dei meccanismi antidiluitivi escogitati dalla prassi negoziale per il caso in cui la società benefici di un nuovo *round* di finanziamento ma il valore delle promesse dei *founders* non si sia realizzato [226].

In assenza di una rilettura adeguatrice dell'art. 2481-*bis*, c.c. [227], che a pri-

[225] Siamo nell'ambito della teoria dell'*hold-up*, la quale predice che «in highly complex environments where the entrepreneur's human capital is particularly important, we should observe contracts — such as vesting provisions — that make it costlier for the entrepreneur to leave»: S.N. KAPLAN-P. STROMBERG, *Venture capitalists as economic principals*, in *NBER Reporter Online*, 2003, 23. L'attribuzione di un diritto irrinunciabile attribuisce, nel contesto discusso nel testo, un potere di *hold-up* ineliminabile.

[226] Per i dettagli riguardanti le clausole anti-diluizione v. *infra* § 15.2.

[227] Ad esempio, indagando la possibilità di una sua derogabilità in sede di costituzione della società, con il consenso (ovviamente) unanime dei soci fondatori, che si troverebbero a rinunciare preventivamente ad un diritto loro attribuito senza che sia toccato alcun interesse (generale o di terzi) tale da permettere una qualificazione come imperativa della norma attributiva di tale diritto. E v. al riguardo i rilievi di P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 197 ss., il quale, in conseguenza dell'adozione di una più ampia cornice sistematica volta a valorizzare tutti i criteri direttivi imposti dalla legge delega (v. *supra* la nt. 54), ammette la derogabilità delle norme espressione della "centralità del socio" con il voto unanime, rilevando altresì (*ivi*, 230) che «il problema [della diversa disciplina statutaria rispetto a quella legale incentrata sulla rilevanza centrale] non si pone in sede di costituzione della società, ove il consenso unanime dei contraenti assicura una protezione adeguata degli interessi di ciascuno di loro», inquadran-

ma vista può sembrare "forzata", ma che ad un esame più attento delle *rationes* economiche sottostanti un'operazione di *VC* pare in qualche modo indefettibile, può rimanere solo l'osservazione che la norma costituisce un impedimento materiale insuperabile alla possibilità per le s.r.l. *startup* di accedere a più *round* di finanziamento con la partecipazione di nuovi investitori e alla possibilità di offrire ai *venture capitalist* strumenti antidiluitivi in caso di andamento dello sviluppo del progetto in termini peggiori rispetto alle prospettazioni originarie dei *founders*. Tale impedimento colpisce, in una prospettiva *ex ante*, lo stesso interesse dei fondatori e del *team* che fa loro capo, perché disincentiva il finanziamento dell'impresa e quindi il suo sviluppo.

15.2. *Le clausole antidiluizione del* venture capital financing *in Italia.*

Nell'ipotesi di aumento del capitale un conflitto tra il rispetto del principio di proporzionalità in senso forte imposto dalla riforma del 2003 e l'esigenza di permettere una libera contrattazione tra *founders* e finanziatori può peraltro emergere qualora si consideri la possibilità di recepimento da parte dell'autonomia statutaria, o più spesso parasociale, di quelle *anti-dilution clauses* così diffuse nell'esperienza statunitense [228], che invero rimette all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere un diritto di opzione dei soci [229], e usualmente

do (*ivi*, 258) tale fenomeno nell'istituto della rinuncia preventiva ad un diritto. Peraltro, potrebbe valorizzarsi a tal fine quel diffuso orientamento dottrinale secondo il quale sarebbe possibile, pure in assenza di apposita clausola dell'atto costitutivo, deliberare all'unanimità di offrire l'aumento a terzi, con il che evidentemente non spettando ad alcuno (per assenza di soci assenti, dissenzienti o astenuti) il diritto di recesso attribuito dall'art. 2481-*bis* c.c.: cfr. L. BENATTI, sub *art. 2481*-bis, (nt. 221), 706 ss., in part. 726; G. DE MARCHI-A. SANTUS-L. STUCCHI, sub *art. 2481*-bis, (nt. 45), 1188; M. NOTARI, *Il diritto di opzione e la sua esclusione*, (nt. 156), 918; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 1532 e nt. 9 per ulteriori riferimenti. *Contra* R. CIMMINO, *L'esclusione del diritto di sottoscrizione nella s.r.l. tra autonomia statutaria e modello legale*, in *Notariato*, 2013, 318 ss., in part. 322, ove ulteriori riferimenti, facendo leva sull'argomento, invero alquanto debole, che ammettendo tale possibilità si eluderebbe la necessità che sia l'atto costitutivo a stabilire la possibilità di offrire le quote di nuova emissione a terzi.

[228] Sulle clausole *anti-dilution* che normalmente predispongono i *VC*, v. C. S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 2012, 106 ss. Per la dottrina italiana L. SALVATORE, *Le* start-up *innovative tra dato normativo e prassi contrattuale*, in *Le operazioni di finanziamento.* Opera ideata e diretta da Francesco Galgano, proseguita e curata da E. Panzarini con A.A. Dolmetta, S. Patriarca, Bologna, Zanichelli, 2016, 1549 ss.

[229] Cfr. il il § 6.30(a) del *Model Business Corporation Act*, il § 102(b)3 del *Delaware Generale Corporation Law* e il § 1106 del *Corporations Code* californiano. Peraltro, tale autonomia

previste nei *model documents* preparati dalla *National Venture Capital Association* (*NVCA*). Con tali clausole le parti affrontano il problema della diluizione conseguente a un eventuale aumento di capitale in modo alquanto differente rispetto al diritto d'opzione di matrice europea. Il diritto d'opzione, infatti, consente semplicemente di mantenere inalterata la quota di partecipazione detenuta ante-aumento a fronte dell'esborso di ulteriore denaro. La *anti-dilution clause*, invece, è uno strumento che in caso di aumento del capitale distribuisce in modo non proporzionale tra i soci preesistenti la perdita di peso amministrativo (diluizione nominale) e di valore della partecipazione (diluizione sostanziale). Con essa, infatti, il socio beneficiario (usualmente il finanziatore *VC*) non subisce alcun pregiudizio a tutto svantaggio del socio non beneficiario (usualmente il *founder*).

Per meglio comprendere la questione è però necessario distinguere tra i concetti di diluizione nominale, che si ha quando a seguito di un aumento del capitale si riduce la percentuale complessiva del capitale detenuta da un socio, e diluizione sostanziale, che si ha quando l'aumento avviene a un prezzo inferiore a quello attuale di mercato, così venendo a diminuire il valore complessivo di tutte le azioni e, quindi, anche delle singole partecipazioni dei soci preesistenti. Entrambi i fenomeni hanno rilievo nella s.r.l. e, anzi, quello della diluizione sostanziale assume caratteristiche sue proprie, dato che l'esclusione del diritto di opzione non comporta, come nella s.p.a., l'obbligatorietà del sovrapprezzo [230]. Come vedremo subito, le clausole anti-diluitive possono proteggere sia dal primo sia dal secondo tipo di diluizione [231].

Un primo tipo di clausola che salvaguardia massimamente la posizione del beneficiario è quella definita "*full ratchet*" (*i.e.*, letteralmente, di "incremento pieno"). In base ad essa, e semplificando al massimo un meccanismo abbastanza complesso, il beneficiario ottiene, gratuitamente, il numero di azioni necessario a mantenere inalterato sia il valore del proprio investimento (equivalenza sostanziale) sia la propria quota di partecipazione (equivalenza nomi-

è sporadicamente utilizzata, come già segnalato da A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 158-160, ove bibliografia sul punto.

[230] Cfr. Trib. Novara, 21 gennaio 2010, in *Società*, 2010, 644 ss. Opinione assolutamente prevalente in dottrina: v., sul punto, G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale*, (nt. 162), 1585 ss. *Contra*, nel senso della obbligatorietà, M. CETRA, *Le operazioni sul capitale*, (nt. 219), 819, ove in nota ulteriori riferimenti.

[231] Potendosi peraltro immaginare altre clausole, strutturate come *covenant* negativi, che impongano alla società emittente – o agli altri soci di essa, se contenute in un patto parasociale – di non emettere nuove quote (o titoli convertibili in quote) ad un prezzo inferiore a quello di mercato, se registrabile, o a quello ricavabile da una formula specificamente indicata.

nale), a tutto detrimento del socio o dei soci non beneficiari, che vedono corrispondentemente ridotto il valore del proprio investimento e la quota di capitale detenuta [232]. È inoltre interessante porre in luce che secondo la giurisprudenza statunitense l'unico rimedio a disposizione del socio non beneficiario che in specifiche circostanze ritenga di aver ricevuto un danno ingiusto dall'operare della clausola è l'invocare la violazione da parte del socio benefi-

[232] Il tenore della clausola predisposta dalla *NVCA* è il seguente: «In the event that the Company issues additional securities at a purchase price less than the current Series A Preferred conversion price, such conversion price shall be adjusted in accordance with the following formula: Full-ratchet – the conversion price will be reduced to the price at which the new shares are issued». Per comprendere l'estrema diluizione che subisce il socio non beneficiario della clausola è utile prendere a riferimento un semplice esempio numerico. Si ipotizzi una s.r.l. con capitale sociale di 10.000 euro, partecipata (proporzionalmente rispetto al capitale sottoscritto) per 4.000 euro dal socio A e per 6.000 euro dal socio B e il cui statuto preveda una clausola *full ratchet* a beneficio del socio A. A fronte di tali partecipazioni il socio A ha apportato 400.000 euro (4.000 a titolo di conferimento e 396.000 a titolo di sopraprezzo) e il socio B ha apportato 600.000 euro (6.000 a titolo di conferimento e 594.000 a titolo di sopraprezzo). Il valore della società è quindi pari a 1.000.000 euro e i valori delle due partecipazioni sono di 400.000 euro per il socio A, che detiene il 40% del capitale sociale, e di 600.000 euro per il socio B, che detiene il 60% del capitale sociale. L'attività non dà i risultati sperati e, in un successivo *round* di finanziamento, la società riesce a trovare soltanto C, disposto a investire un importo di 500.000 euro, ma in cambio del 50% del capitale sociale post-aumento. L'aumento di capitale, quindi, dovrà essere di 10.000 euro, ad un prezzo di 500.00 euro (di cui 10.000 a titolo di capitale e 490.000 a titolo di sopraprezzo).

In assenza di una clausola anti-diluizione, tale aumento comporterebbe la seguente distribuzione: il socio A avrebbe una quota di 4.000 euro, pari al 20% del capitale sociale (in luogo del 40% di quanto deteneva prima dell'aumento) e del valore di 200.000 euro (essendo il valore dell'emittente dopo l'aumento pari a 1.000.000, di cui il 50% è detenuto dal nuovo socio C); il socio B, invece, avrebbe una quota di 6.000 euro, pari al 30% del capitale sociale (in luogo del 60% ante-aumento), del valore di 300.000 euro. Il meccanismo della *full ratchet*, invece, assicura ad A che, in ogni caso e a qualsiasi prezzo venga effettuato un successivo aumento di capitale, gli sarà sempre garantito un valore di 400.000 euro e una quota di capitale pari al 40%. D'altro canto, il socio C si è detto disposto ad acquisire il 50% della società al prezzo di 500.000 euro.

La *full ratchet*, però, impone che anche a seguito dell'aumento, qualsiasi sia il prezzo di sottoscrizione, il socio A mantenga sia una quota di capitale nominale pari al 40% sia un valore dell'investimento di 400.000 euro. Ne consegue che l'aumento nominale del capitale sociale dovrà essere pari a nominali 50.000 euro, portando il capitale a 60.000 euro. Essa, inoltre non può che penalizzare il socio B che, all'esito, si troverà ad ottenere una quota di 6.000 euro nominali, pari al 10% del capitale sociale, con un valore di 100.000 euro. Il socio A, invece, riceverà, oltre alla sua quota di 4.000 euro nominali, quote per ulteriori euro 20.000, così detenendo una quota di 24.000 euro e, quindi conservando sia il 40% del capitale sociale sia il valore di 400.000 euro (su un 1.000.000 di valore complessivo). Il socio C, infine, riceverà una quota di 30.000 euro, pari al 50% del capitale sociale, per un valore di 500.000 euro.

ciario dei doveri fiduciari, peraltro interpretati molto restrittivamente [233].

Un'altra clausola, definita *weighted average anti dilution clause*, si basa sul concetto di media ponderata e attribuisce ai beneficiari l'attribuzione (gratuita) di nuove quote non (come per la *full ratchet clause*) in base al prezzo di emissione delle nuove quote, ma in base ad un prezzo determinato come media ponderata tra l'effettivo ammontare di risorse raccolte con il nuovo aumento rispetto a quelle raccolte antecedentemente all'aumento [234]. La clausola può poi essere *broad-based*, quando prende in considerazione, per determinare la media, tutte le azioni precedentemente emesse (ordinarie e privilegiate), oltre che i titoli convertibili. Una clausola *narrow-based*, invece, è ancor più protettiva perché calcola la media ponderata sulla base di una sola categoria di azioni. Anche per tale clausola si pone l'alternativa tra introduzione all'unanimità come diritto particolare di un socio o a maggioranza nell'ambito di una categoria speciale di quote di nuova emissione.

La teorica utilizzabilità nel diritto italiano, e in particolare in quello delle s.r.l., di tali clausole dipende dalle soluzioni che si adottano con riferimento alle seguenti problematiche: *i*) estensione del divieto di patto leonino; *ii*) eventuali limiti entro cui è possibile procedere, *ex* art. 2468, secondo comma, c.c.,

---

[233] Per un caso applicativo di una clausola del genere v. *Amazon.com, Inc. v. Hoffman*, *et al.*, C.A. No. 22390-VCN (*Del. Ch.* June 30, 2009), nel quale l'attore (Amazon) deteneva una certa percentuale di titoli garantiti da una *anti-dilution clause* che prevedeva l'automatico aggiustamento del rapporto di conversione nell'ipotesi in cui l'emittente emettesse nuove azioni ad un prezzo inferiore. Nel caso di specie, l'emittente aveva effettuato un aumento di capitale ad un prezzo di pochissimo superiore al rapporto di conversione e, conseguentemente, l'attore aveva agito per violazione dei doveri di correttezza e buona fede. La *Court of Chancery* del *Delaware* ha rigettato la domanda; v. anche, sempre in tema di *anti-dilution clauses* e doveri di correttezza e buona fede, *Robotti & Co., LLC v. Liddell*, C.A. No. 3128-VCN (*Del. Ch.* 2010); *Brio Capital L.P. v. Sanswire Corp.*, 650830/2011, NY Slip OP 52432[U] (*N.Y. Sup. Ct.*, 2011).

[234] Secondo la formula O2=O1 x (A+B)/(A+C). Dove: O2 è il prezzo di opzione garantito dalla clausola; O1 è il prezzo di sottoscrizione delle azioni detenute dal beneficiario; A è il valore complessivo delle azioni emesse prima dell'aumento; B è il valore complessivo delle risorse raccolte grazie all'aumento; C è il numero totale di azioni di nuova emissione. L'applicazione pratica di tale formula comporta, per riprendere l'esempio fatto alla nt. 232, la seguente situazione: l'aumento di capitale dovrà essere di nominali 13.636,36, per complessivi euro 23.636,36; il socio C deterrà una quota di 11.818,18, pari al 50% del capitale sociale e con un valore di 500.000 euro; il socio A, solo parzialmente protetto dalla diluizione, deterrà una partecipazione di 5.818,18, pari al 24,62 % del capitale (in luogo del 40% iniziale) e per un valore di 246.154 (in luogo di 400.000 iniziali); il socio B vede molto diluita (ma comunque meno che nell'esempio precedente) la sua partecipazione di nominali 6.000 euro al 25,38% del capitale (in luogo del 60% iniziale) per un valore di 253.846 (in luogo di 600.000 iniziali).

ad un'assegnazione non proporzionale di quote in sede di aumento di capitale, sino a ricomprende il caso della c.d. "sproporzione estrema"; *iii*) necessità di rispettare la regola della necessaria equivalenza tra conferimenti e ammontare globale del capitale sociale posta dall'art. 2464 c.c.; *iv*) introducibilità dei diritti garantiti dalle clausole anti-diluitive quali diritti particolari del socio o quali diritti di una categoria di quote. Da un punto di vista pratico, infine, la effettiva utilità delle clausole anti-diluitive dipende dalla posizione circa la inderogabilità o meno del diritto di recesso attribuito dall'art. 2481-*bis* c.c. in caso di esclusione del diritto di opzione [235].

Con riferimento al divieto di patto leonino non riteniamo che esso sia violato né dalla clausola *full ratchet* né, tantomeno, da quella (sicuramente meno svantaggiosa per il socio non beneficiario) *weighted average*. Se, infatti, è innegabile che con esse il *VC* trasferisce – integralmente nel caso della *full ratchet*, in gran parte nel caso della *weighted average* – a carico dei soci "imprenditori" il rischio di diminuzione del valore dell'impresa successivamente al *round* di finanziamento che lo ha coinvolto [236], è anche vero che tale diminuzione di valore è normalmente imputabile all'attività dei soci *founder*, che conservano la gestione dell'impresa; inoltre, come si avrà modo di constatare, il problema risulta oggi ridimensionato alla luce della più recente giurisprudenza di legittimità, che ha notevolmente ristretto l'ambito di operatività di tale divieto [237].

L'attuabilità di siffatte clausole sarebbe inoltre possibile solo mediante un'assegnazione non proporzionale *ex* art. 2468, secondo comma, c.c. delle quote emesse con l'aumento di capitale a vantaggio del socio o dei soci beneficiari, i quali, pertanto, si trovano a sottoscrivere nuove quote senza però conferire alcunché, giacché la quota di loro spettanza è a carico degli altri soci non beneficiari e/o dei nuovi soci entranti. Non si tratterebbe, quindi, di un aumento gratuito, ipotesi per la quale l'art. 2481-*ter* c.c., norma evidentemente modellata sul principio della rilevanza centrale del socio "imprenditore", impone un'attribuzione proporzionale delle quote [238]. La praticabilità di siffatti

[235] Su cui v. *supra* il § 15.1.

[236] Cfr. L. SALVATORE, *Le* start up *innovative*, (nt. 228), 1551 nt. 93, che propende per l'invalidità della sola *full ratchet clause*.

[237] V. *infra* il § 15.6.

[238] E v. comunque, per la possibilità di una delibera di aumento gratuito non proporzionale, ma a condizione che vi sia «il voto favorevole di tutti i soci ai quali vengono assegnate partecipazioni non proporzionali alle quote già possedute» CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 159, *Deliberazione di aumento gratuito non proporzionale nella s.r.l.* e la dottrina citata nella nota bibliografica.

aumenti non proporzionali è però fattibile a condizione che si acceda a quella tesi secondo cui la non proporzionalità concessa dall'art. 2468 c.c. contempla anche il caso estremo della assegnazione in assenza di conferimenti [239]. Peraltro, la tesi opposta, che ricava un limite (imperativo) implicito alla assegnazione non proporzionale "gratuita" dalla nozione stessa di società dettata dall'art. 2247 c.c. [240], costituisce, a nostro giudizio, un esempio paradigmatico di creazione dottrinaria di norma imperativa in contrasto con le indicazioni del legislatore (cioè, quantomeno a valle delle riforme 2012-2017, valorizzazione della libera contrattazione tra *founders* e investitori).

Unico limite che appare insuperabile è quello della necessaria equivalenza tra ammontare totale dei conferimenti e capitale sociale posto dall'art. 2464 c.c. Detto limite, però, come già visto [241], non pone particolari problemi nell'ipotesi – prevalente nella prassi – di capitale sociale pari al minimo legale, in cui la "copertura" del valore nominale delle quote attribuite al socio beneficiario della clausola è agevolmente attuabile imputando alla loro copertura l'importo, di gran lunga maggiore in valore assoluto, dell'apporto del nuovo socio [242].

I diritti attribuiti da tali clausole, inoltre, possono essere attribuiti sia come "diritti particolari" *ex* art. 2468, terzo comma, c.c., con conseguente necessità di delibera unanime per la loro introduzione e modificazione, sia come diritti di una categoria speciale di quote, con conseguente loro trasferibilità. [243].

---

[239] In tal senso CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 186, *Clausole statutarie antidiluizione*, e la dottrina sul punto citata nella nota bibliografica.

[240] Da ultimo, A. VALZER, sub *art. 2346, commi 4 e 5*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 472 ss., in part. 476 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici. V. inoltre la completa rassegna compiuta sul punto da N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), nt. 11.

[241] V. *supra* il § 14.2.

[242] Riprendendo, per chiarezza, l'esempio formulato alla nt. 232, ciò significa che a fronte di un apporto di 500.000 euro da parte del socio C, esso sarà imputato per 50.000 euro a capitale (di cui 20.000 non proporzionalmente quali quote attribuite a favore del socio A, in modo tale da mantenere inalterata la sua quota di partecipazione e il valore dell'investimento ed euro 30.000 a favore del socio C).

[243] Le clausole, se attuate mediante aumento di capitale gratuito non proporzionale, si porrebbero in contrasto con l'art. 2481-*ter*, secondo comma, c.c., che impone la necessaria proporzionalità di tale operazione, la cui imperatività è però discussa. Cfr., nel senso della sua derogabilità statutaria solo tramite l'introduzione (all'unanimità) di diritti particolari, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 155, *Diritto all'aumento gratuito più che proporzionale nelle s.r.l.* Nell'ipotesi, invece, di opzione per l'incorporazione del contenuto della clausola nei diritti attribuiti a una categoria di quote, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 159, (nt.

Resta, evidentemente, il problema posto dall'art. 2481-*bis*, primo comma, c.c. L'estrema diluizione subita dal socio non beneficiario della clausola potrebbe facilmente indurlo, qualora come è prassi l'aumento fosse effettuato con l'offerta a terzi, ad invocare la spettanza del diritto di recesso *ex* art. 2481-*bis* c.c.[244], con il che vanificando totalmente la possibilità di funzionamento del meccanismo antidiluitivo. Per questo è fondamentale riconoscere la possibilità di eliminare il diritto di recesso del socio, considerandolo derogabile o quanto meno rinunciabile in sede di costituzione della società[245].

15.3. *L'emissione di categorie di quote.*

L'art. 26, secondo comma, d.l. 179/2012 consente l'emissione di categorie di quote ma nei «limiti imposti dalla legge». Occorre allora interrogarsi su quali siano questi limiti e, in particolare, se essi debbano essere individuati esclusivamente nel sistema delle s.r.l. o anche in quello della s.p.a.

15.4. Segue*: gli eventuali limiti "interni" alla disciplina delle s.r.l.*

Un primo insieme di questioni si riferisce alla possibilità di considerare quali limiti all'autonomia statutaria alcune norme codicistiche della s.r.l., non espressamente derogate dalle riforme del 2012-2017. Il codice civile sul punto è comprensibilmente muto, presupponendo a livello tipologico una s.r.l. chiusa, in cui la creazione delle categorie era, se non esclusa, quantomeno stravagante rispetto all'impianto concettuale originario[246]. I limiti sono perciò stati

238), richiede il consenso di tutti i soci cui non venga attribuita una partecipazione proporzionale a quella già posseduta.

[244] Magari a valori di mercato (v. *infra* il § 15.7).

[245] V. *supra* quanto osservato alla nt. 227.

[246] Sul dibattito in merito all'ammissibilità delle "categorie di quote" nella s.r.l. "ordinaria", per la posizione negativa, facendo leva sul divieto di emissione di titoli azionari posto dall'art. 2468, primo comma, c.c., inteso anche nel senso di divieto di oggettivizzare la partecipazione in s.r.l. in *quanta* di uguale valore, oltre che valorizzando il testo della relazione accompagnatoria al decreto di riforma, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 521 e nt. 32; in senso affermativo v. invece la monografia di A. BLANDINI, *Categorie di quote, categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, in part. 185 ss.; già in senso possibilista, O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 139 ss.; A. DACCÒ, *I diritti particolari del socio nelle s.r.l.*, in *Il nuovo diritto della società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, 3, Torino, UTET, 2007, 395 ss.; M. NOTARI, *Diritti "particolari" dei soci e catego-*

cercati in pretesi elementi caratterizzanti il tipo s.r.l., secondo un approccio che abbiamo già detto non condividere [247].

In primo luogo, si è sostenuta la irrinunciabile presenza nella "nuova s.r.l." di soci forniti di tutti i diritti che il codice civile prevede per il socio di s.r.l., giacché, in assenza di altri organi, altrimenti si avrebbe una società priva di soci dotati di poteri di controllo tali da assicurarne un corretto andamento [248]. La maggioranza delle posizioni si esprime pertanto nel senso della inderogabilità delle norme codicistiche [249] e, in particolare: di quella sull'avocabilità delle decisioni gestorie da parte dei soci (art. 2479, primo comma) [250]; di quella sulla competenza inderogabile dei soci a decidere il compimento di «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale» o «una rilevante modificazione dei diritti dei soci» (art. 2479, secondo comma, n. 5); di quella sulla legittimazione individuale del socio ad esperire l'azione di responsabilità sociale (art. 2476, secondo comma); di quella sulla necessaria proporzione tra quote e diritti di voto (art. 2479, quinto comma); di quella sulla postergazione dei finanziamenti soci (art. 2467); di quella sulle cause inderogabili di recesso (art. 2473) [251]; di quella che attribuisce il diritto di recesso in caso di esclusione del diritto di opzione (art. 2481-*bis*). Gli unici dubbi sono stati sollevati con riferimento al penetrante diritto di ispezione e controllo riconosciuto ad ogni socio dall'art. 2476, secondo comma, che potrebbe ridursi al diritto garantito dall'art. 2422 c.c. ai soci di s.p.a. di prendere visione del libro soci e del libro delle assemblee [252].

---

rie "speciali" di partecipazioni, in *AGE*, 2003, 325 ss.; A. TRICOLI, *Sull'ammissibilità di quote di s.r.l. dotate di particolari diritti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 1029 ss.

[247] V. *supra* nt. 184 e testo corrispondente.

[248] Cfr. P. BENAZZO, Start up, (nt. 92), 485; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 838 e 843.

[249] V. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 834 ss.

[250] V., però, P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1477, nel senso che, analogamente a quanto previsto per la s.p.a. dall'art. 2367 c.c., «anche nella s.r.l.-PMI aperta possa sopravvivere (non già il potere dei soci di decidere, anche in assenza di una competenza legalmente o statutariamente assegnata loro, su qualsiasi materia in linea di principio di competenza degli amministratori, bensì) soltanto un diritto collettivo ad attivare il procedimento decisionale nelle sole materie già riservate ai soci, appunto, per legge o per statuto».

[251] Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 173, *Contenuto dei diritti diversi delle categorie di quote di s.r.l. PMI*. La rinunciabilità (c.d. *waiver*) del diritto di *appraisal* è invece oramai ammessa dalla giurisprudenza statunitense: in tal senso, *Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co.*, Civil Action No. 2017-0887-SG (*Del. Ch.* October 1, 2018), su cui v. C.A. NIGRO, Venture capital-backed firms, (nt. 131), 222 ss.

[252] V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 176, *Categorie di quote con limitazione dei*

La soluzione non ci convince. Asserire la necessaria presenza di soci dotati di tutti i diritti loro attribuiti dalla riforma del 2003 si risolve nell'affermare, sulla base di considerazioni di politica del diritto che abbiamo dimostrato essere oramai state del tutto superate [253], la permanente vigenza di un fenomeno non più centrale, quello della s.r.l. partecipata esclusivamente da soci interessati alla gestione e forniti di penetranti poteri di controllo volti a preservare il loro peso reciproco. Al contrario, la s.r.l. uscita dalle riforme del 2012-2017 può anche essere, come si è visto, una s.r.l. finanziata sul mercato o, ed è a nostro giudizio il caso più rilevante, una s.r.l. *VC-backed*, in cui riveste cruciale importanza l'ampio spazio riservato alla negoziazione tra *founders* e investitori privati. Nelle imprese *VC-backed*, inoltre, la sovrapposizione di ruoli tra soci originari e finanziatori è la regola [254], sicché sarebbe del tutto illogico applicare a tali mutevoli situazioni norme eccessivamente rigide e limitanti l'autonomia di contrattazione tra le parti. Da ciò riteniamo che non sia più possibile affermare l'imperatività di tutte quelle norme dettate dal legislatore del 2003 presupponendo l'unicità e centralità di un fenomeno non più attuale.

In secondo luogo, in caso di società preesistente che avesse attribuito diritti particolari ad alcuni soci si pone il problema, da risolvere in senso negativo, se la modifica statutaria volta a consentire l'emissione di categorie di quote debba essere adottata all'unanimità in quanto equivalente a modifica dei diritti individuali. Del pari, nel caso in cui tali diritti particolari non siano stati attribuiti, si discute se sia sufficiente, come invero appare preferibile, l'approvazione della maggioranza del capitale sociale [255] o, invece, in alcuni casi, il consenso unanime dei soci [256]; resterebbe poi il dubbio della spettanza del diritto di re-

diritti di controllo nelle s.r.l. PMI; CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, massima n. 63, *PMI innovativa*. V. però N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 518, che distingue tra l'ipotesi di presenza di collegio sindacale (in cui il limite minimo sarebbe costituito dal contenuto dell'art. 2422 c.c.) da quella in cui esso non sia previsto (in cui il diritto di controllo non potrebbe essere compresso oltre quello spettante all'accomandante di s.a.s. ai sensi dell'art. 2320, u.c., c.c.); per la derogabilità dell'art. 2476, secondo comma, c.c. in presenza di collegio sindacale, si esprime a ben vedere anche M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata*, (nt. 99), 26.

[253] V. *supra* il § 12.

[254] Cfr. E. POLLMAN, *Startup governance*, (nt. 4), 1.

[255] Cfr. L. SALVATORE, *Le* start-up *innovative*, (nt. 228), 1513 ss., in part. 1534 ss. Nel senso che le maggioranze ordinarie si applicheranno solo nel caso di «rispetto del principio di parità di trattamento» (*i.e.*, nel caso di rispetto delle reciproche proporzioni tra i soci preesistenti), CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, *Modalità e condizioni di emissione di categorie di quote di s.r.l. PMI*.

[256] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, (nt. 255), che richiede l'unanimità nelle ipotesi di mancato rispetto del principio di parità di trattamento, ossia nei casi di: aumen-

cesso nell'ipotesi in cui l'aumento si ritenga comporti una «rilevante modificazione» di preesistenti diritti particolari *ex* art. 2468, quarto comma, c.c. (art. 2473, primo comma, c.c.) [257].

A nostro giudizio la preesistenza di diritti particolari dei soci, tutelati in modo inequivoco dalla possibilità di una loro modifica solo unanime, indubbiamente costituisce un ostacolo all'introduzione di categorie di quote; ciò soprattutto là dove si accolga una nozione elastica, comprendente anche le modificazioni "indirette", di modifica del diritto individuale legittimante il recesso *ex* art. 2473 c.c. e bisognosa di approvazione unanime *ex* art. 2468 c.c. [258]. Per quanto concerne l'esperienza *VC*, però, il problema dovrebbe essere di secondario momento, dato che è estremamente difficile che un investitore professionale accetti di finanziare un'impresa nella fase di *startup* in cui i soci *founders* abbiano diritti particolari immodificabili a maggioranza; anzi, la logica dell'investitore *VC* dovrebbe essere quella di subordinare il proprio intervento all'attribuzione per sé, e solo per sé, di tali diritti "particolari".

15.5. Segue*: la non applicabilità analogica dei limiti della s.p.a.*

Un secondo gruppo di questioni, invece, concerne l'applicabilità analogica della disciplina della s.p.a. Alcuni autori, infatti, fautori di una avvenuta assimilazione tipologica della s.r.l. P.M.I. alla s.p.a., sostengono che i limiti di cui discorre l'art. 26 dovrebbero essere derivati analogicamente, in assenza di indicazioni da parte del codice civile nell'ambito delle s.r.l., dalla disciplina generale (divieto di patto leonino fra tutti) e, soprattutto, da quella in tema di s.p.a. [259]. Ne conseguirebbe che: tutte le quote appartenenti a una medesima

to di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione; conversione obbligatoria non proporzionale di partecipazioni già esistenti; conversione facoltativa offerta solo ad alcuni soci o, comunque, non in proporzione alle partecipazioni detenute.

[257] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 172, (nt. 255).

[258] Così M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start up, (nt. 178), 1125. Sulla distinzione tra modificazioni dirette e indirette, seppur nel diverso contesto degli artt. 2376 e 2415 c.c., sia consentito il richiamo a A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie*, (nt. 198), 80 ss.

[259] Cfr. M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start up, (nt. 178), 1127 i quali affermano (seppur in tono dubitativo) che il limite dell'art. 2351, secondo comma, c.c. potrebbe non applicarsi nel caso in cui la s.r.l. *startup* non presenti una struttura corporativa che, ragionando a contrario, sarebbe applicabile qualora (e si tratterebbe della pressoché totalità dei casi) sussistesse un'organizzazione corporativa.; P. BENAZZO, Start up, (nt. 92), 479; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, (nt. 8), 850 ss.; O. CAGNASSO, *Il socio*, (nt. 178), 915 ss.; E. FREGONARA, *L'*equity based crowdfunding, (nt. 174), 2296.

categoria dovrebbero attribuire i medesimi diritti (art. 2348, terzo comma)[260]; in caso di quote con voto multiplo, ogni quota (e, si badi bene, non ogni azione) potrebbe attribuire non più di tre voti (art. 2351, quarto comma)[261]; l'ammontare massimo di quote con diritto di voto escluso o limitato non potrebbe eccedere la metà del capitale sociale (art. 2351, secondo comma)[262].

Analogamente, il silenzio della legge in merito alle procedure da seguire per la modificazione dei diritti attribuiti alle categorie induce molti autori a sostenere l'applicazione analogica dell'art. 2376 in tema di assemblee speciali delle s.p.a.[263], escludendosi l'applicazione della disposizione dell'art. 2468 c.c. in tema di modificazione dei diritti particolari dei soci.

Tali soluzioni, come tutte le altre che importano nella s.r.l. regole imperative della s.p.a. non espressamente richiamate in ragione di una affinità tipologica, non convincono[264]. Al contrario, riteniamo che il silenzio del legislatore sul punto non debba essere interpretato come restrizione dell'autonomia statutaria. In tal modo riduciamo al minimo indispensabile il perimetro dei "limiti" cui fa riferimento l'art. 26, secondo comma, coincidenti con il divieto di patto leonino, nei ristretti confini in cui si ritenga sussistere[265], oltre che con il diritto d'opzione in caso di ricostituzione del capitale eroso dalle

---

[260] Ma v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 171, *Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*, nel senso della possibilità di creare quote «di misura variabile e divisibile, al pari delle partecipazioni "individuali" secondo il regime legale ordinario delle s.r.l.».

[261] Così P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1470. Però, in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174 *Categorie di quote a voto ridotto o maggiorato nelle s.r.l. PMI*, secondo il quale «l'estensione alle s.r.l. PMI delle norme dettate in materia di s.p.a., che comportino limiti all'autonomia statutaria appare necessaria solo nei casi in cui esse siano dettate a presidio del capitale sociale, a tutela dei terzi e dei creditori, di interessi insomma che trascendano quello dei soci».

[262] M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start up, (nt. 178), 594. V. invece in senso contrario, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 174, (nt. 261).

[263] Cfr. N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 514; P. BENAZZO, Start-up, (nt. 92), 488; ID., *Categorie di quote*, cit., 1468; M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa* start up, (nt. 178), 1128; M. NOTARI, *Diritti "particolari"*, (nt. 246), 335; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 177, *Assemblee speciali dei titolari di categorie di quote di s.r.l. PMI*, che, però, ammette l'esercizio dell'autonomia statutaria nella fissazione dei *quorum* deliberativi (sino all'unanimità) dell'assemblea speciale, oltre che, sulla scia di altri orientamenti già espressi sul punto, la possibilità di esprimere l'assenso in seno all'assemblea generale senza necessità di tenere un'assemblea formalmente separata.

[264] Analogamente, per l'inapplicabilità della disciplina in tema di voto plurimo, S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte*, (nt. 177), 892-893.

[265] V. *infra* quanto osservato al § 15.6.

perdite, espressamente qualificato come inderogabile dall'art. 2482-*quater* c.c. [266].

15.6. *La non applicabilità del divieto del patto leonino.*

Ci si potrebbe chiedere se un ulteriore ostacolo alla recezione nell'ordinamento italiano dei tipici schemi contrattuali adottati dalle imprese *VC-backed* non possa essere dato dall'impostazione, non comune ad altri ordinamenti europei [267], che vede nel divieto di patto leonino, espressamente statuito dall'art. 2265 c.c. per le sole società semplici, un principio generale del diritto societario, per ciò valido per tutti i tipi societari [268]. A nostro parere, la guadagnata flessibilità finanziaria della s.r.l. *startup* (e della s.r.l. PMI in genere) e le ragioni di politica economica della riforma impongono di riconsiderare l'applicazione del divieto di patto leonino alle società di capitali, che conoscono gradi di differenziazione delle posizioni dei soci che mal si conciliano con la possibile interferenza di un divieto di tal genere, divieto che rischia di creare intollerabili effetti distorsivi e che non ha ragion d'essere in un ordinamento che consente la massima flessibilità nell'articolazione delle preferenze liquidatorie (in senso ampio) [269]. A

---

[266] Analogamente N. ABRIANI, *La struttura finanziaria*, (nt. 178), 514.

[267] È questo il caso della Germania: v. in dottrina J. EKKENGA, *Kommentar zu § 29*, in H. FLEISCHER– W. GOETTE (a cura di), *Münchener Kommentar*, (nt. 20), *Rdn*. 68; H. FLEISCHER, *Gewinn– und stimmrechtslose Personengesellschafts– und GmbH-Geschäftsanteile*, (nt. 74), 201 ss.; in giurisprudenza, *BGH*, 14.07.1954-II *ZR* 342/53. Allo stesso modo il diritto olandese della *besloten vennootschap* consente una esclusione contrattuale, totale o parziale, del diritto ai profitti di un socio.

[268] V., da ultimo, Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2019, II, 70 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il* revirement *della Cassazione su opzioni* put *a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Notariato*, 2018, 635 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della* put option *con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*; in *Società*, 2019, 13 ss., con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione* put *utile ad attrarre capitale di rischio*; in *Giur. it*., 2019, 366 ss., con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni* put & call, *finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*; in *Giur. comm*., 2019, II, 285 ss., con nota di M.L. PASSADOR, Hic non sunt leones: *la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, oltre che occasione dell'ampio saggio critico sul punto di M.S. SPOLIDORO, *Clausole* put *e divieto di società leonina*, in *Riv. soc*., 2018, 1285 ss., il quale circoscrive l'applicazione del divieto alle sole società di persone, alle s.a.p.a., in caso di promesse di esonero delle perdite fatte dall'accomandatario, oltre che nelle s.r.l. ove vi siano soci d'opera.

[269] V., da ultimo, contro la tesi assolutamente dominante dell'applicazione generalizzata e senza eccezioni del divieto alle società di capitali, M.S. SPOLIDORO, *Clausole put*, (nt. 268),

prescindere da queste osservazioni, comunque, a nostro parere il divieto in questione non può comunque trovare applicazione nelle ipotesi, comuni nella prassi *VC*, di diversa allocazione dei risultati del rischio d'impresa tra il socio finanziatore e il socio imprenditore, a beneficio del primo [270]. Tali ipotesi e le relative clausole contrattuali, infatti, non comportano, come richiesto dalla giurisprudenza ai fini della configurabilità del divieto, una «totale [o assoluta] e costante» [271] esclusione dalle perdite del socio finanziatore, tale da impedire *ex ante* [272] ogni suddivisione tra i soci del risultato economico con rilievo reale verso l'ente societario, limitandosi a ripartire tale risultato in modo non proporzionale. Se l'impresa andasse male, infatti, il *venture capitalist* potrebbe perdere interamente il proprio apporto; e il fatto che in certe situazioni il finanziatore possa recuperare un valore equivalente a quello del proprio apporto grazie al gioco delle preferenze liquidatorie non equivale certo a realizzare, in prospettiva *ex ante* anziché *ex post*, la situazione colpita dal divieto.

1311 ss. e 1316 ss. per alcune ipotesi, residuali, di applicazione analogica della norma di cui all'art. 2265 c.c. Che il patto leonino non potesse applicarsi indistintamente alle società di capitali era in realtà già stato messo in dubbio, in commento a Cass., 30 maggio 1941 (in *Riv. dir. comm*., 1942, II, 305 ss.), da A. GRAZIANI, *Patto leonino e contratto di garanzia*, in *Giur. comp. dir. comm*., VI, 1941, 120 ss. (e poi in ID., *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, Jovene, 1953, 487 ss.). Che la norma sul patto leonino costituisse una norma di carattere etico e, quindi, in contrasto con l'intero ordinamento positivo del diritto delle obbligazioni moderno era già stato messo in luce da A. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm*., 2015, II, 956 ss., nota a App. Genova, 11 agosto 1914.

[270] Ci riferiamo, in particolare, alle clausole antidiluizione (su cui v. *supra* il § 15.2), alle clausole *put* a prezzo predefinito (su cui v. *infra* nel testo), alle *liquidation preferences* (su cui v. *infra* il § 15.7).

[271] Che «viene integrata quando il singolo socio venga per patto statutario escluso *in toto*» dagli utili o dalle perdite, o da entrambi: così, tra le tante, Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm*., 1995, II, 478 ss., con nota parzialmente adesiva di A. CIAFFI, *Finanza regionale e patto leonino*. Critico M. SPOLIDORO, *Clausole* put, (nt. 268), 1306 ss., che nota come tale precisazione non aiuti a meglio definire la fattispecie, rendendo il divieto di patto leonino non «un vero divieto, ma lo strumento per permettere al giudice di verificare se la causa della società resti pura o s'inquini con elementi che ne alterino la struttura e la funzione che, come ormai sappiamo, sarebbe quella di spingere i soci a comportamenti razionali, corretti e non avventati e tutto ciò con la prospettiva di un "qualche" guadagno (anche magrissimo) o dal timore di una perdita, non importa se impercettibile». In dottrina v. sul punto N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, Giuffrè, 1994, 55 ss.

[272] Cfr. N. PIAZZA, *Patto leonino* (ad vocem), in *Enc. dir*., XXXII, Milano, Giuffrè, 1982, 526 ss., in part. nt. 30 e testo corrispondente: «l'indagine circa la concreta realizzabilità della partecipazione agli utili o alle perdite va fatta con riferimento al momento in cui venne stipulata la convenzione siccome a quello nel quale l'ordinamento esige la presenza dei relativi elementi costitutivi essenziali»

Contro tale posizione non ci pare avere pregio l'argomento, diffuso anteriormente alla riforma del 2003 [273] ma ancor oggi sostenuto da parte della giurisprudenza [274] e della dottrina [275], secondo il quale la necessità, alla base del divieto di patto leonino, di evitare una dissociazione tra potere e rischio subordinerebbe comunque la legittimità di tali clausole alla circostanza che il socio beneficiario sia sostanzialmente escluso dalla gestione della società. L'assunto su cui si basa tale argomento è che qualora al beneficiario fossero conferiti poteri in grado di orientare l'attività degli amministratori nel senso a lui più favorevole [276], egli si porrebbe in una situazione di permanente conflitto di interessi con gli altri soci [277]. L'argomento non ci appare convincente non tanto perché non riteniamo bisognosa di tutela la possibile situazione patologi-

[273] Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 271); in dottrina, G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*, in *Contr. impr*., 1988, 771 ss., in part. 779.

[274] Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2009, II, 746 ss., con nota di R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto del patto leonino*; e in *Riv. dir. comm*., 2011, II, 95 ss., con nota di M. PAIARDINI, *Sui presupposti di configurabilità del divieto di patto leonino*. La giurisprudenza successiva, anche difforme, è compiutamente raccolta da N. DE LUCA, *Il socio "leone",* (nt. 268)*,* 4 ss. Da ultimo v., nel senso criticato nel testo, App. Milano, 13 febbraio 2020, in www.ilcaso.it, che, per affermare la nullità della clausola *put* per violazione del divieto di patto leonino, valorizza l'esistenza di clausole che attribuivano al finanziatore beneficiario della clausola protezioni anti-diluizione in caso di aumenti di capitale e «un effettivo potere di gestione» e il fatto che la *put* fosse stata in concreto esercitata dopo la messa in liquidazione della società per perdita del capitale e poco prima della sua dichiarazione di fallimento.

[275] Cfr. R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento*, (nt. 274), 753 e gli ulteriori riferimenti alle ntt. 7 ss.; analogamente ID., *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a riformata)*, in *Riv. dir. comm*., 2013, I, 537 ss. Per ulteriori riferimenti v. N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), nt. 9 e, più esplicitamente, 99, ove l'affermazione per cui la validità (*put* a prezzo predefinito) della clausola può predicarsi «fintanto che riguarda azioni o partecipazioni inidonee sulla base della conformazione dei poteri statutari a conferire al titolare un diritto autonomo di concorrere alla gestione della società, soprattutto mediante la nomina di amministratori esecutivi … nonché medianti poteri anche assembleari di interdizione dell'operato degli amministratori».

[276] Ad esempio, poteri di nomina degli amministratori esecutivi o clausole limitanti il potere degli amministratori.

[277] Ad esempio, nel caso di clausole *put*, prediligendo quelle operazioni che, sebbene rischiose, non intacchino il valore dell'investimento effettuato o, ancora, nel caso di *liquidation preferences*, optando per quelle ipotesi di liquidazione dell'investimento tali da garantire una restituzione del solo investimento da lui effettuato a scapito degli altri soci.

ca in cui il socio beneficiario abusi dei diritti di gestione spettantigli [278], ma perché non ci sembra sistematicamente giustificabile, oltre che efficiente, ancorare la validità di tali clausole alla possibilità, solo ipotetica, che il socio beneficiario abusi dei poteri di gestione (solo eventualmente) spettantigli. Un simile argomento, se accolto, basterebbe ad impedire lo sviluppo della pratiche di *VC financing* in Italia. Riteniamo piuttosto che gli eventuali abusi debbano essere combattuti con gli usuali strumenti offerti dal diritto societario: abuso del diritto del socio, disciplina dell'attività di direzione e coordinamento e responsabilità degli amministratori [279].

L'interpretazione da noi auspicata è almeno in parte seguita dalla recente giurisprudenza di legittimità che, chiamata a pronunciarsi sulla validità di un'opzione *put* a prezzo determinato, si è pronunciata in senso positivo [280] non solo richiamando, con qualche acrobazia argomentativa, le proprie precedenti più rigorose pronunce [281], ma anche argomentando alla luce: *i*) del «*favor* del diritto positivo per le tecniche anche atipiche di finanziamento dell'impresa» [282]; *ii*) della oramai avvenuta polverizzazione del nesso "potere-rischio" [283], oltre che – e l'aspetto merita di essere segnalato sotto il profilo cul-

[278] Anzi, tale eventualità è destinata a verificarsi con particolare frequenza nella s.r.l. qualora si ritenga imperativa la norma dell'art. 2479 c.c. là dove attribuisce la possibilità ai soci di avocare a sé ogni decisione gestoria (primo comma) o subordina all'autorizzazione dei soci il compimento di «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale» (secondo comma, n. 5).

[279] Questi temi sono ampiamente discussi anche negli Stati Uniti: v. il caso *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, (nt. 147), e l'ampia esposizione di W.W. BRATTON-M.L. WACHTER, *A Theory of Preferred Stock*, (nt. 129), 1874 ss.

[280] Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268).

[281] Prima tra tutte quella di Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 271), sicché «nessun significato in tal senso [ai fini della validità della clausola] potrà assumere il trasferimento del rischio puramente interno fra un socio e un altro socio o un terzo, allorché non alteri la struttura e la funzione del contratto sociale, né modifichi la posizione del socio in società, e dunque non abbia nessun effetto verso la società stessa»: Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 11-12. Colgono la tensione insita nel tentativo della Cassazione di dar continuità ai propri precedenti in particolare A. BUSANI, *È valida l'opzione* put, (nt. 268), 21 e M.S. SPOLIDORO, *Clausole* put, (nt. 268), 1291 ss.

[282] Cfr. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 16.

[283] *Ibidem*, 17. Mette in luce questo aspetto E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato fra* golden quota *di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, Giappichelli, 2012. Critico invece N. DE LUCA, *Il socio "leone"*, (nt. 268), 89 e nt. 14, reputando il passaggio sovrabbondante e comunque non risolutivo anche alla luce del dibattito dottrinario in tema di *empty voting* e *hidden ownership*.

turale – *iii*) della qualità di imprenditori rivestita da entrambe le parti, che porta a ritenere «ogni intervento giudiziale *ex* art. 1322 c.c. … del tutto residuale» [284].

La sentenza in questione si inserisce in un filone giurisprudenziale [285] che, sebbene non possa dirsi ad oggi predominante [286], si è dimostrato più propenso che in passato a valorizzare l'autonomia negoziale dei soci di società chiuse, soprattutto se dotati di peculiari e comprovate capacità tecnico-organizzative, in presenza di partecipazioni al capitale a scopo di investimento e, quindi, a restringere il sindacato di validità delle clausole statutarie alla luce di norme o principi considerati come inderogabili.

15.7. *Il principio di equa valorizzazione della partecipazione e la sua compatibilità con taluni strumenti tipici del* VC financing (liquidation preferences *e clausole di* drag-along).

L'esigenza di una equa valorizzazione della partecipazione è stata posta da una certa giurisprudenza, anche notarile, e dalla dottrina giuscommercialistica come necessario presidio a tutela del socio *washed-out*. La problematica, nell'ambito del proposito qui perseguito di interpretare la disciplina, per quan-

[284] Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), 13.

[285] Oltre alla citata Cass., 4 luglio 2018, n. 17498, (nt. 268), v. le statuizioni in tema di clausola antistallo di *russian roulette*, Trib. Roma, 19 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 434 ss., con nota di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di* russian roulette; in *Notariato*, 2018, 301 ss., con nota di E. MAZZOLETTI, *Valida la* «russian roulette clause»; in *Giur. it*., 2018, 1136 ss., con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della* roulette *russa al vaglio della giurisprudenza*; in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617, con nota di A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo* «roulette *russa*»; in *Riv. notarile*, 2018, 86 ss., con nota di A. LETO, *La validità della clausola della «roulette russa»*; in *Giur. comm*., 2019, II, 861 ss., con nota di B. SCIANNACA, Russian roulette clause, confermata da App. Roma, 3.2.2020, in *Foro it*., 2020, I, 1383 ss., con nota redazionale di A. CAPIZZI (ove si esclude che dette clausole violino il principio dell'equa valorizzazione dato che «l'esistenza del potere di scelta per l'oblato tra vendere o comprare nella *russian roulette clause*, al prezzo da altri determinato, comporta una situazione giuridica diversa rispetto a chi è meramente soggetto all'altrui diritto potestativo "puro" di riscatto»).

[286] V., infatti, nel senso opposto, specificamente sul patto leonino, App. Milano, 13 febbraio 2020, (nt. 274), e in tema di recesso la decisione del Trib. Roma, 15 gennaio 2020, in *Foro it.*, 2020, I, 1802 ss., con osservazioni di R. CROCE, oltre che in corso di pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, con nota di N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale*, (nt. 188), che ha dichiarato invalida per contrarietà alla norma imperativa dell'art. 2437-*ter* c.c. una clausola che prevedeva quale criterio per la determinazione del valore di recesso l'esclusivo riferimento al loro valore nominale.

to possibile, in modo da consentire in Italia la replica degli accordi *VC*, si pone in particolare con riferimento alle *liquidation preferences* e alle clausole di *drag-along*, clausole il più delle volte presenti in combinazione tra di loro.

Con riferimento alle *liquidation preferences* una importante precisazione definitoria si impone in questa sede al fine di evitare facili confusioni. Tali clausole, così come intese e costruite nella prassi statunitense del *VC*, sono preferenze spettanti agli investitori titolari di partecipazioni privilegiate nella distribuzione del ricavato dalla liquidazione dell'investimento in occasione del verificarsi di determinati *liquidity events*, quali fusione, cessione d'azienda o alienazione del pacchetto di controllo [287].

In ogni caso, le *liquidation preferences* non debbono confondersi, come verrebbe facile all'interprete italiano alla stregua di una semplicistica traduzione letterale, con i "classici" privilegi nella ripartizione del residuo netto di liquidazione della società, atteso che i predetti *liquidity events* non riguardano la liquidazione della società. Scontata, evidentemente, è la possibilità di prevedere anche simili preferenze liquidatorie in senso stretto, operanti unicamente in corrispondenza dello scioglimento della società; esse, tuttavia, non destano particolari problemi applicativi e non formeranno oggetto delle successive considerazioni [288].

Ciò detto, le criticità dovute alla presenza di una *liquidation preference* possono essere molteplici. Infatti, mentre in caso di successo del progetto imprenditoriale l'impatto di simili prerogative sulla posizione partecipativa del fondatore è relativamente marginale, notevoli squilibri tra le aspettative del fondatore e degli investitori possono emergere allorquando la *performance* è solo discreta e l'iniziativa si rivela quindi essere un *living dead* [289]. In un simile scenario, infatti, può ben verificarsi che il ricavato dalla cessione sia pari o di poco superiore alla *liquidation preference* spettante all'investitore [290]. Di-

---

[287] In giurisprudenza, *Quadrangle Offshore (Cayman) LLC v. Kenetech Corp.*, 1998 *WL* 778359 (*Del.Ch.* 1998). Tra i *liquidity events* non rientra l'*IPO*, richiedendo essa ai fini dell'ammissione alla quotazione la preventiva conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

[288] Le preferenze liquidatorie classiche sono già molto usate nel campione di s.r.l. *startup* raccolto ed esaminato in P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 624-625.

[289] Per la relativa definizione v. *supra* la nt. 109 e il testo corrispondente.

[290] Nella pratica può, però, verificarsi che le parti (finanziatore privilegiato ed imprenditore "pregiudicato") negozino *ex post* una riduzione delle preferenze in sede di liquidazione dell'investimento, visto che in difetto l'imprenditore, per mancanza di adeguati incentivi, potrebbe interrompere ogni sforzo lavorativo e l'apporto del necessario *know-how* e distruggere così il valore di *going concern* dell'impresa, con significativi danni soprattutto per

viene, allora, attuale il tema dell'equa valorizzazione della partecipazione (anch'essa dismessa) del socio imprenditore [291], nonché la questione dell'eventuale violazione del divieto di patto leonino.

Quanto alla prima questione, ad una immediata analisi l'interprete volgerà lo sguardo inevitabilmente all'art. 2473, terzo comma, c.c., il quale attribuisce al socio recedente di una s.r.l. il «diritto di ottenere il rimborso della propria partecipazione in proporzione al patrimonio sociale … tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso» [292]. Tale diritto, molto più rigidamente e paternalisticamente di quanto avviene in altri ordinamenti [293], è considerato in Italia avente carattere inderogabile e, quindi, non rinunciabile da parte del socio. Parimenti non modificabile *in pejus*, quantomeno per le cause di recesso inderogabili [294], è stato considerato il criterio le-

---

l'investitore stesso. Per queste notazioni, v. T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 80.

[291] In argomento, ampiamente, C.A. NIGRO, Venture capital-backed firms, (nt. 134), 179 ss.

[292] Richiamato, per l'esclusione del socio, dall'art. 2473-*bis* c.c.

[293] Ad esempio, in Germania la giurisprudenza ammette in talune ipotesi forti limitazioni, o addirittura l'esclusione, del diritto alla corresponsione del valore reale della quota receduta, ovvero in società familiari a carico di determinati eredi del socio defunto al fine di preservare la sopravvivenza intergenerazionale della società, o in società di capitali ove gli amministratori e/o i dipendenti beneficiano di programmi di incentivazione dell'azionariato (*BGH*, 19.9.2005 – II *ZR* 342/03, in *BGHZ* 164, 107; similmente in Francia con riguardo ad una clausola c.d. *bad-leaver*, in forza della quale il dipendente subiva legittimamente una decurtazione a metà del valore di liquidazione per azioni gratuitamente assegnate: *Cass. com*., 7.6.2016, D. 2016, 2042), o in società a scopo ideale in ragione della posizione fiduciaria rivestita dai soci rispetto al patrimonio sociale (*BGH*, 2.6.1997 – II *ZR* 81/96, in *BGHZ* 135, 387). Per un'efficace analisi e ulteriori riferimenti comparatistici, v. H. FLEISCHER-S. BONG, *Gradmesser gesellschaftsvertraglicher Gestaltungsfreiheit: Abfindungsklauseln in Personengesellschaft und GmbH*, in *Zeitschrift für Wirtschafts– und Bankrecht*, 2017, 1957 ss.; K.U. SCHMOLKE, *Expulsion and valuation clauses-freedom of contract vs. legal paternalism in German partnership and close corporation law*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2012, 380 ss. Per una simile discussione nella dottrina giapponese con riguardo al nuovo tipo societario della *gōdō gaisha*, introdotto nel 2005 con il *Kaisha-hō*, ove per la prima volta è stato previsto un diritto di recesso in favore del socio di una società chiusa: v. per il dibattito circa la derogabilità o meno dell'Art. 611, secondo comma, *Kaisha-hō*, il quale detta regole di valutazione analoghe a quelle statuite dal nostro art. 2473, terzo comma, c.c., A.K. KOH, *Shareholder Protection in Close Corporations and the Curious Case of Japan: The Enigmatic Past and Present of Withdrawal in a Leading Economy*, disponibile su: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3597796, ultimo accesso il 15 giugno 2020.

[294] Cfr. V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm*., 2005, I, 291 ss.; P. REVIGLIONO, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2008, 393 ss.; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, (nt. 165), 244; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso*.

gale di valutazione delle quote del socio recedente, sicché non si ritiene ammissibile una clausola che consenta una quantificazione inferiore al valore attuale [295].

In realtà, con riguardo alle *liquidation preferences*, così come sopra intese quali preferenze sul ricavato della liquidazione dell'investimento, un problema di equa valorizzazione a ben vedere neppure si pone. Al fine di meglio dimostrare tale assunto, una differenziazione si impone. Infatti, occorre distinguere a seconda che il concreto *liquidity event* dia luogo, esemplificativamente, ad uno *share deal* o ad un *asset deal*.

Nel primo caso, risolventesi nella cessione (integrale, se in esecuzione di una clausola *drag-along*) delle quote sociali in favore di un soggetto terzo, la pratica attuazione delle predette preferenze, con incasso del ricavato rispettivamente spettante all'investitore e, eventualmente, al fondatore, presuppone che entrambi conferiscano tale corrispettivo in un (ideale) *pool* da cui attingere per la successiva ripartizione interna. In altre parole, oggetto delle preferenze in sede di liquidazione dell'investimento tramite *share deal* non è una rinuncia a diritti corporativi (da parte del fondatore in favore dell'investitore), come avviene invece nelle ipotesi di privilegi nella distribuzione degli utili o del residuo netto di liquidazione, ma è il corrispettivo (in tutto o in parte)

[295] Cfr., in dottrina, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 830 ss.; C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA-G. MARASÀ (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 42), 1099 ss., in part. 1103; e in giurisprudenza, da ultimo, Trib. Roma, 20 aprile 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 766. Nel senso che la norma sia stata posta, in consonanza a un più generale spirito della riforma del 2003, nell'ottica di un rafforzamento dei diritti patrimoniali del socio uscente, v. per tutti P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.,* in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 163), III, 731. Però, nel senso di ammettere una valorizzazione più elastica M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ*., 2016, 878 ss., in part. 894 ss.; S. CARMIGNANI, sub *art. 2437* ter, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 890; M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *RDS*, 2010, 301, 307 ss. (per le ipotesi pattizie di recesso). In senso totalmente restrittivo, con conseguente nullità della clausola che preveda criteri diversi da quelli legali, v. Trib. Como, 3 luglio 2009, ined., citata da A. DACCÒ, *«Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013, 109 nt. 44 e, più recentemente, Trib. Roma, 15 gennaio 2020, con nota di N. DE LUCA, *Dal socio leone all'agnello sacrificale*, (nt. 188); per un quadro d'insieme v. M. DI SARLI, *La valutazione delle azioni nel recesso da s.p.a. «private»: una ricostruzione dei confini della discrezionalità tecnica degli amministratori*, in *Contr. e impr*., 2018, 500 ss. Diversamente v. P. BUTTURINI, *I diritti del socio di s.r.l.*, (nt. 54), 151 ss. (e 159, ntt. 26-27 per riferimenti), nel senso della derogabilità del criterio legale, ammettendo una liquidazione a valori contabili e non correnti, purché adottati all'unanimità.

dell'alienazione della quota sociale, oggetto di distribuzione più che proporzionale in favore del relativo beneficiario [296]. Da un punto di vista dogmatico, le *liquidation preferences* di tal genere rappresentano quindi accordi negoziali di tipo parasociale o solo formalmente sociali e non fanno a nostro giudizio scattare l'applicazione dell'art. 2473 c.c. e le costruzioni giurisprudenziali annesse.

Nel caso di *asset deal*, concretizzantesi in una cessione dell'azienda, il discorso non muta di molto. Infatti, anche in tale ipotesi la *quaestio* si appunta sulle modalità di ripartizione del prezzo di cessione. Essendo questo, evidentemente, incassato dalla società e operando in materia societaria le regole del patrimonio netto, le quali fanno sì che i creditori sociali godono di un diritto al soddisfacimento preferenziale rispetto alle distribuzioni in favore dei soci [297], la relativa ripartizione nel rispetto delle *liquidation preferences* richiederà la preventiva liquidazione della società, al termine della quale il ricavato netto potrà essere distribuito tra i soci nel rispetto degli accordi contrattuali intercorsi [298].

Nel caso di *asset deal* si pone poi il tema dell'obbligatoria delibera assembleare *ex* art. 2479, secondo comma, n. 5, c.c., il quale impone il voto della maggioranza del capitale sociale per le «operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci». La giurisprudenza più recente, unitamente alla dottrina di commento, richiede una siffatta deliberazione dei soci addirittura a pena di nullità del contratto di cessione d'azienda [299].

---

[296] Così anche T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 539-540. È interessante rammentare che una simile logica economica di non-proporzionalità in sede di *exit* si riscontra anche in sede costitutiva o post-costitutiva, ove risulta attuata a mezzo del meccanismo dell'assegnazione non proporzionale delle quote tra fondatore ed investitori.

[297] Su questi temi, cfr., fra molti, G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009, *passim*; G. FERRI jr., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, 26 ss.

[298] Non pare a tale fine utilmente percorribile la strada dell'utilizzo di utili d'esercizio, venendo questi normalmente distribuiti in proporzione alla quota di capitale sociale posseduta (art. 2468, secondo comma, c.c.) o, eventualmente, in misura maggiorata in ragione della titolarità di un diritto particolare *ex* art. 2468, terzo comma, o di una speciale categoria di quote, fermo restando che i relativi importi quasi sicuramente differiranno da quelli spettanti a titolo di *liquidation preference*.

[299] Cfr. Trib. Roma 27 gennaio 2020, in *Società*, 2020, 425 ss., con nota di N. DE LUCA-A. GENTILE, *Dalla cessione al conferimento (senza poteri) dell'intera azienda*; e già prima Trib. Piacenza, 14 marzo 2016, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 380 ss., con nota parzialmente critica di N. DE LUCA, *Da "Holzmüller e Gelatine" a "Bulli e Pupe". Competenze implicite*

Ovviamente, può verificarsi il rischio di comportamenti opportunistici del socio imprenditore qualora l'investitore non disponga della maggioranza di capitale richiesta ai suddetti fini deliberativi [300]. Inoltre, rimane fermo il diritto di recesso del socio dissenziente *ex* art. 2473, primo comma, c.c., con il valore di liquidazione da determinarsi in considerazione della concreta conformazione contenutistica della relativa partecipazione in raffronto a quella delle altrui quote sociali. Il valore di recesso, insomma, non può essere determinato tramite una mera operazione aritmetica di ripartizione proporzionale alla luce del patrimonio netto della società. Diversamente, in tale valutazione si deve tener conto della titolarità o meno di preferenze liquidatorie e/o di altre prerogative tali da incrementare o diminuire detto valore in rapporto alle corrispondenti pretese dei soci ordinari non privilegiati. In altre parole, la presenza di categorie di quote e di preferenze liquidatorie impone di rileggere l'art. 2473, terzo comma, riferendo la determinazione del valore di liquidazione del socio non asetticamente al valore del patrimonio netto della società, ma al valore delle pretese dei singoli soci effettivamente contenute nelle loro quote, con le loro preferenze, postergazioni, diritti particolari, ecc. [301].

Infine, è bene sottolineare che, in nessun caso, le preferenze liquidatorie rischiano di incappare nel divieto del patto leonino. A parte il suo notevole ridimensionamento da parte della giurisprudenza più recente, di cui si è già detto [302], difetta già in principio quella sicura, imprescindibile esclusione *ab ori-*

---

dell'assemblea e limiti legali ai poteri degli amministratori nelle società di capitali; Trib. Roma 3 agosto 2018, in *Società*, 2018, 1371, con nota di N. DE LUCA-A. GENTILE, *Cessione dell'intera azienda: limiti legali ai poteri degli amministratori e nullità degli atti*; Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 765, con nota di G.B. PORTALE-N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*. In una prospettiva generale, v. ora su questi temi F. SUDIERO, *L'amministratore "dimezzato" di s.r.l. Tra competenze riservate ai soci, dottrina Holzmüller, limiti legali ai poteri di rappresentanza e diritto dell'Unione Europa*, in M. IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata*, (nt. 7), 725 ss.

[300] A soluzione di questo eventuale *impasse* si potrebbe, ad esempio, ipotizzare l'attribuzione in favore del finanziatore di un voto maggiorato (anche solo riferito a tale specifico argomento).

[301] Per una simile impostazione, seppure in contesto differente, v. N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio*, nota a Cass., 20 aprile 2020, n. 7920, in *Foro it*., 2020, I, 1910 ss., in part. 1917 («… perché il valore patrimoniale delle azioni, al quale la liquidazione va fatta – peraltro, tenendo conto delle prospettive reddituali e dell'eventuale valore di mercato – non sempre è la risultante di una divisione matematica del netto per il valore nominale delle azioni»).

[302] V. *supra* il § 15.6.

gine dagli utili e/o dalle perdite presupposta dall'art. 2265 c.c. ai fini della sua operatività.

Ciò detto, rimane da chiarire l'impatto della previsione di una clausola di covendita, *rectius* di *drag-along*, che nella prassi viene comunemente impiegata in combinazione con le preferenze di liquidazione al fine di consentire al *VC* di determinare unilateralmente anche il momento temporale più favorevole dell'*exit* tramite *share deal*[303]. Si ritiene una simile clausola statutaria perfettamente legittima, soprattutto in un contesto di *VC financing*, che rappresenta per l'investitore un veicolo di investimento necessariamente a tempo definito, allo scadere del quale potrà pretendere la liquidazione dell'investimento. Tale peculiare struttura delle imprese *VC-backed*[304], perfettamente nota all'imprenditore, il quale vieppiù dipende dall'apporto essenziale del *VC* per lo sviluppo della sua idea imprenditoriale, dovrebbe generalmente escludere la possibilità di invocare *ex post* particolari rimedi protettivi che, invece, *ex ante* non erano stati pattuiti[305].

Rispetto alle questioni già analizzate in generale con riguardo agli *share deal*, dove come abbiamo rilevato un problema di equa valorizzazione a ben vedere neanche si pone, la clausola di *drag-along* introduce un tema ulteriore, che è quello della scelta del prezzo e momento in cui effettuare l'operazione, rimessa al *VC*. Allo scopo di arginare condotte opportunistiche da parte del socio trascinante, secondo l'opinione dominante occorrerebbe garantire al socio trascinato un'equa valorizzazione alla stregua dei criteri dettati per il re-

---

[303] Pur essendo scontato, conviene comunque precisare che l'impiego di un patto di *drag-along* non avviene in presenza di un *asset deal*.

[304] V. per ulteriori riferimenti *supra* il § 7.

[305] Così icasticamente, proprio con riferimento al *venture capital*, H. FLEISCHER-S. SCHNEIDER, *Tag along– und Drag along-Klauseln in geschlossenen Kapitalgesellschaften*, in *DB*, 2012/17, 966-967. Per la dottrina italiana v. C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»: a proposito di* venture capital *e* drag along, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, 181 ss.; in generale, ma ugualmente efficacemente, A. MAZZONI, *Patti di covendita e doveri fiduciari*, in A. CRIVELLARO (a cura di), *Trasferimenti di partecipazioni azionarie*, Milano, Giuffrè, 2017, 211 ss., in part. 215: «Se la partecipazione in una società (maggioritaria o minoritaria che sia) è considerata, nella sua essenza, non tanto come una proprietà identitaria e infungibile, quanto come un co-investimento monetario in un progetto mirante a realizzare un profitto all'interno di un contesto di mercato, in cui hanno un valore di scambio le imprese che nascono e sono finanziate in virtù di progetti di coinvestimento della stessa natura, allora è molto più facile guardare con favore a (o comunque senza nutrire sospetti pregiudiziali nei confronti di) patti con cui gli aderenti si obbligano, ora per allora, a liquidare il proprio co-investimento …».

V. *supra* il § 15.6 in tema di patto leonino per alcune notazioni in merito alla maggior considerazione che in alcune recenti pronunce giurisprudenziali è stata data all'elemento della sofisticazione nella valutazione della legittimità di certe negoziazioni tra soggetti professionali.

cesso [306]. Piuttosto, riteniamo corretto aderire a quell'indirizzo autorevolmente espresso secondo il quale la tutela del socio trascinato avviene tramite l'applicazione della disciplina del mandato *in rem propriam*, con conseguente divieto per il socio trascinante di agire in spregio del canone generale di buona fede e correttezza conseguendo vantaggi sproporzionati [307]. Il rimedio usufruibile si sostanzierà, quindi, in una possibile richiesta di risarcimento dei danni subiti a causa dell'estromissione forzosa a prezzo "incongruo", tutta da dimostrare alla luce dei fatti e delle negoziazioni intervenute nel caso concreto, e mai in un automatico e rigido ricalcolo secondo i dettami del recesso. Infatti, un danno pare prospettabile solo se il *VC* ha opportunisticamente eseguito un'operazione distruttiva di valore, che sottrae all'imprenditore valori patrimoniali che gli sarebbero potuti altrimenti spettare. Ove, invece, la dismissione dell'investimento avvenga a prezzi anche inferiori al valore ipoteticamente realizzabile in una prospettiva temporale più ampia, ma ciò non sia frutto di decisioni abusive quanto piuttosto dell'esigenza di capitalizzare comunque l'investimento per soddisfare le aspettative di rendimento – generalmente molto pressanti – degli investitori del fondo di *venture capital* [308], allora la risarci-

[306] Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 88, *Clausole statutarie disciplinante il diritto e l'obbligo di "covendita" delle partecipazioni*; CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, massima n. 7, *Clausole di covendita e di trascinamento: tipologia e limiti di validità*; CONSIGLIO NOTARILE DELLE TRE VENEZIE, massima H.I.19, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.p.a.) e massima I.I.25, *Limiti di validità delle clausole statutarie che obbligano determinati soci a cedere le proprie partecipazioni nel caso in cui altri soci decidano di alienare la loro* (con riferimento alla s.r.l.). Nel senso della nullità della clausola di trascinamento che non preveda espressamente un meccanismo di equa valorizzazione v. Trib. Milano, 1° aprile 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss., con nota adesiva di C. DI BITONTO, *Clausola statutaria di c.d.* drag along: *chi era costei?*; in *Giur. comm*., 2009, II, 1029 ss., con nota di L. FABBRINI, *Validità delle clausole statutarie di* drag along; in *Riv. dir. soc*., 2010, 370 ss., con nota critica di E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario* (drag-along): *il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*; in *Riv. dir. comm*., 2010, II, 124 ss., con nota critica di L. ROSSANO, *La natura e la validità della clausola* drag along.

[307] Cfr. Lodo Arbitrale 29 luglio 2008, Arbitro Unico Prof. A. Mazzoni, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2009, II, 493 ss., con nota critica di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (*drag-along*) ed "equa" valorizzazione dell'azione*.

[308] Su questo argomento, si veda puntualmente M.D. KLAUSNER-S. VENUTO, *Liquidation Rights and Incentive Misalignment in Start-Up Financing*, in *Cornell L. Rev*., 2013, 1399 ss., in part. 1402: «Demonstrable success in a current fund is therefore essential for the venture capital firm to raise a new fund. Consequently, at key moments when a venture capital firm is raising a new fund, the firm may want to show results by selling a portfolio company early at the expense of long-term value».

bilità del danno in capo al socio-imprenditore della relativa società portafoglio deve escludersi [309]. Ciò in quanto non è imputabile alcun inadempimento in capo all'investitore che eserciti la facoltà di trascinamento secondo i canoni di buona fede, ossia trasparentemente rispetto all'iniziale programma di investimento effettuato [310].

Insomma, ancora una volta la peculiare struttura delle operazioni di *VC*, con una molteplicità di attori coinvolti a livelli diversificati, impedisce di trasporre semplicisticamente e pianamente soluzioni create per società di tutt'altra complessità e natura. In ogni caso, peraltro, ci sembra opportuno rilevare che, anche a livello di benessere complessivo, una tutela "rigida" attribuita al socio trascinato, tutta incentrata sull'equa valorizzazione della sua partecipazione e non sulla correttezza sostanziale del procedimento seguito per addivenire al cambio di controllo, comporta effetti redistributivi contro-intuitivi, impedendo il compimento di operazioni efficienti [311].

16. *Gli schemi di* work for equity *nella* startup *s.r.l.*

Nella trattazione che precede si è avuto modo di porre in evidenza la grande importanza che hanno gli schemi di incentivo c.d. "*work-for-equity*" nella prassi contrattuale di finanziamento delle imprese in fase di *startup*; grazie ad essi, infatti, il finanziatore riesce ad alleviare comportamenti opportunistici sia degli amministratori della società finanziata sia dei dipendenti chiave della medesima [312].

Il divieto posto dall'art. 2474 c.c. di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni [313], spesso argomentato proprio in ragione della naturale chiusura

[309] Su questi temi, v. *amplius* C.A. NIGRO, Venture capital-backed firms, (nt. 131), 218 ss., ove l'A. distingue tra «*trade sales* distruttive di valore maligne e *trade sales* distruttive di valore benigne»; e ora ID., *Venture Capital*, (nt. 143), 22 ss.

[310] Si veda in tale senso anche la costante giurisprudenza in materia di abuso del diritto, tra cui quella, esemplare per la fattispecie concreta oggetto del giudizio, di Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it*., 2006, 3455 ss.

[311] Così A. MAZZONI, *Patti di co-vendita*, (nt. 305), 219; C.A. NIGRO, Venture capital-backed firms, (nt. 131), 271 ss.

[312] V. sul punto, in generale e sui problemi che pone la ricezione nell'ordinamento tedesco degli accordi di *work for equity* sviluppati dalla prassi americana, T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften*, (nt. 103), 152 e 274.

[313] Già oggetto di critiche per la sua rigidità, quantomeno con riferimento al caso della assistenza finanziaria invece concessa dall'art. 2358 c.c. alla s.p.a.: sul punto v. G. MARASÀ, *Con-*

al mercato del tipo s.r.l. [314], è stato quindi derogato nel 2012, con disposizione poi estesa a tutte le PMI, dall'art. 26, sesto comma, d.l. 179/2012 «qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali» [315].

Un primo dubbio interpretativo sulla portata della deroga sorge, però, in ragione della formulazione letterale della norma derogata, ossia dell'art. 2474 c.c., che si riferisce espressamente al solo acquisto, o accettazione in garanzia, di proprie quote e non anche alla sottoscrizione delle medesime, come noto vietata alle s.p.a. dall'art. 2357-*quater* c.c. Al riguardo la prassi notarile si è orientata per una soluzione più liberale, sostenendo che «il divieto di sotto-

siderazioni introduttive sul d.lg. 142/2008 di attuazione delle modifiche alla seconda direttiva in materia di s.p.a., in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione. Le regole del mercato finanziario*, Torino, UTET, 2010, 913 ss.; in generale, per una sintesi delle posizioni espresse, U. PATRONI GRIFFI, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in A. A. DOLMETTA-G. PRESTI (a cura di), *S.r.l. Commentario,* (nt. 36), 514 ss.; v. inoltre, nel senso che il divieto in realtà avrebbe irrazionalmente, visto il carattere chiuso della s.r.l., impedito la predisposizione di metodi di disinvestimento del socio alternativi al mercato delle quote, M. STELLA RICHTER JR., *Novità in tema di acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc*., 2009, 286 ss., in part. 297 ss.; e P. PISCITELLO, *Il diritto* di exit *nelle società chiuse tra ius conditum e prospettive di riforma*, in ASSOCIAZIONE DESIANO PREITE (a cura di), *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 127 ss.

[314] Così già U. BELVISO, *Profili soggettivi della liquidazione della quota al socio uscente e interesse dei creditori nelle società*, in *Giur. comm*., 1979, I, 811 ss. in part. 822 ss.; F. CARBONETTI, sub *art. 28 d.P.R. 10 febbraio 1986*, n. 30, in *Nuove leggi civ. comm*., 1988, 211 ss.

[315] È comunque da mettere in evidenza la necessità, ampiamente condivisa quantomeno per i lavoratori subordinati, che detta modalità di retribuzione non vada a svuotare di significato i precetti costituzionali di cui agli artt. 35 e 36 Cost. In argomento v. le osservazioni di F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento di attività di ricerca e sviluppo nella società a responsabilità limitata*, in *AIDA*, 2018, 499 ss., in part. 505 e la bibliografia citata alla nt. 17, il quale ritiene che «l'apporto di lavoro (ancorché autonomo) non offre apprezzabili spazi applicativi ai conferimenti d'opera in s.r.l., sicché pare più proficuo orientare l'indagine sulla imputazione a capitale di servizi: i) eseguiti non da persone fisiche ma da imprese, i cui lavoratori siano retribuiti nel rispetto della disciplina lavoristica e previdenziale». A questo principio, peraltro, pare ispirato l'art. 28 del d.l. 179/2012, là dove impone che «la retribuzione … è costituita da una parte che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto, per il rispettivo livello di inquadramento, dal contratto collettivo applicabile, e da una parte variabile, consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, *incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni*».

scrizione di azioni proprie stabilito dall'art. 2357-*quater* c.c. non può ritenersi applicabile, una volta operante la citata deroga all'art. 2474 c.c., alle società a responsabilità limitata, dal momento che manca un richiamo espresso sul punto e dal momento che la norma non può considerarsi portatrice di un principio di ordine pubblico o comunque di portata generale» [316]. Il ragionamento, dettato dal condivisibile intento di ampliare l'autonomia statutaria sul punto, si pone in linea con i presupposti metodologici del presente lavoro e convince appieno.

Analogo intento di semplificazione è rinvenibile in quella prassi notarile che, con riferimento al caso dell'acquisto di azioni proprie, ha sostenuto la legittimità di una clausola statutaria che preveda la possibilità di autorizzare una volta per tutte l'operazione, senza necessità di una deliberazione per ciascuna operazione, come invece imposto per la s.p.a. dall'art. 2357, secondo comma, c.c. [317]. La motivazione della massima, anche in questo caso, fa leva sulla «elasticità statutaria che costituisce ormai tratto tipologico essenziale delle s.r.l.», oltre che dal fatto che «la finalità dell'acquisto è in fondo già predeterminata dalla disciplina di legge». Sempre in linea con i presupposti metodologico-interpretativi da noi prescelti, invece, l'argomentazione dovrebbe guardare non solo alla "elasticità statutaria" della s.r.l., ma anche alla scelta del legislatore di non dettare per la s.r.l. P.M.I. il medesimo *corpus* di norme imperative invece approntate sul punto, in attuazione del diritto europeo, per la s.p.a. [318].

È inoltre innegabile che la disciplina del *work for equity* posta dal d.l. n. 179/2012 sia stata ricalcata su quella delle società quotate. Le s.p.a. non quotate, infatti, *ex* art. 2358, ottavo comma, c.c. possono esclusivamente prestare "assistenza finanziaria" [319] «per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti». Al contrario, le s.p.a. quotate possono, seppur nei limiti dell'art. 132, terzo comma, T.U.F. [320], porre in essere i medesimi piani di incentivazione an-

---

[316] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 178, *Emissione e sottoscrizione di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

[317] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 179, *Acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. PMI*.

[318] Cfr. art. 60, primo comma, lett. a) della Direttiva 2017/1132/UE.

[319] Ossia la concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni, su cui v. A. VICARI, sub *art. 2358*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 737 ss.

[320] E, quindi, senza il necessario rispetto del principio di parità di trattamento stabilito dall'art. 132, primo comma, T.U.F., mediante acquisto di azioni proprie a valere sugli utili *ex* art. 2349, primo comma, c.c., ovvero mediante piani di *stock options ex* art. 114-*bis* T.U.F. Cfr.

che mediante acquisto di azioni proprie. Si è quindi posto da parte di alcuni il problema della applicabilità analogica alla fattispecie in esame di tutto quell'ampio *corpus* di disciplina invece dettato per la s.p.a., e non richiamato dall'art. 26, sesto comma, d.l. n. 179/2012, in relazione ai limiti per l'acquisto e la sottoscrizione, invece vigenti per la s.p.a. e differenziati tra società chiuse e quotate, di cui agli artt. 2357 ss. La risposta non può che essere negativa [321], tenendo a mente la necessità metodologica di non applicare analogicamente norme imperative della s.p.a. [322] e seguendo il ragionamento già svolto a proposito della sottoscrizione di proprie quote. L'attuazione di piani di incentivazione dei dipendenti mediante attribuzione di quote proprie sottoscritte dalla s.r.l. non sembra, quindi, trovare particolari ostacoli nella legislazione vigente.

Più articolata, invece, deve essere l'analisi di quei piani di incentivazione posti in essere mediante aumento di capitale riservato ai beneficiari, spesso indicati dalla prassi contrattuale statunitense con l'espressione "*sweat equity*", espressamente presi in considerazione dallo stesso legislatore [323]. Il recepimento di tali piani comporta però la risoluzione di tre problemi: *i*) quello della possibilità di attribuire ai dipendenti una categoria speciale a titolo di utili, analogamente a quanto possibile per le s.p.a. ai sensi dell'art. 2349, primo comma, c.c.; *ii*) quello della peculiare disciplina del conferimento di opera o servizi dettata per la s.r.l.; *iii*) quello della possibilità di riservare, in tutto o in

sul punto F. CARBONETTI, sub *art. 132*, in M. FRATINI-G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, II, Torino, UTET, 2012, 132 ss.; S. VANONI, sub *art. 132*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), M. CAMPOBASSO-V. CARIELLO-U. TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni*, (nt. 205), 4010 ss.

[321] V., invece, in senso positivo P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 56), 1468.

[322] In senso opposto si orienta, seppur senza alcun tipo di argomentazione, il documento – piuttosto lacunoso – denominato *Guida all'uso dei piani azionari e del work for equity*, pubblicato dal MISE il 24 marzo 2014, e disponibile su: https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Guida_piani_azionari_e_work_for_equity.pdf, ultimo accesso il 15 giugno 2020; v. inoltre il *Modello commentato di piano di incentivazione in equity per la startup innovativa e l'incubatore certificato*, pubblicato sempre dal MISE il 10 marzo 2015, accessibile su: https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Modello_piano_incentivazione_equity_startup_10_marzo_2015%20(3).pdf, ultimo accesso il 15 giugno 2020, che però (v. pp. 8 e 9) sembra presupporre la possibilità di una compensazione tra debito da conferimento e credito da prestazione lavorativa solo per gli strumenti finanziari partecipativi.

[323] V., infatti, la formulazione letterale della norma di agevolazione fiscale di cui all'art. 27 del d.l. 179/2012, che nell'escludere dalla base imponibile dell'imposta sul reddito delle quote, azioni o strumenti finanziari attribuiti menziona (al quarto comma) anche quelli «emessi … a fronte dell'apporto … di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali … al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione che tiene luogo del pagamento».

parte, un aumento di capitale in favore dei dipendenti, analogamente a quanto concesso alle s.p.a. dall'art. 2441, ottavo comma, c.c.

La possibilità di attribuire una speciale categoria di quote ai dipendenti a valere sugli utili sembra in astratto praticabile, non trattandosi di una "distribuzione di utili", come noto vietata, quantomeno alle *startup* innovative; essa, però, sembra in concreto destinata a non trovare applicazione dato che le imprese in fase di *startup* non registrano solitamente utili. Peraltro, è ammesso dalla giurisprudenza notarile, in ipotesi di piani di incentivazione, di effettuare un aumento gratuito con voto unanime [324] e assegnazione delle quote a favore della società medesima che poi a sua volta le assegnerà ai dipendenti o di sottoscrizione dell'inoptato negli aumenti a pagamento sempre da parte della società per la successiva assegnazione ai dipendenti [325]. Si tratta di soluzioni che coincidono con la nostra impostazione di fondo e che quindi condividiamo.

La strada del conferimento di opera o servizi per realizzare schemi di *work for equity* è invece praticamente impedita dalla necessaria simultaneità tra conferimento e emissione delle quote; da un punto di vista più strettamente procedimentale l'operazione sarebbe comunque fortemente ostacolata dalla necessità della fideiussione bancaria *ex* art. 2464, sesto comma, c.c., oltre che, almeno secondo la maggioranza degli autori [326], di una perizia di stima. Non sembra peraltro possibile dubitare dell'inderogabilità di tale norma che, nonostante causi un notevole svantaggio competitivo del nostro ordinamento nel campo del finanziamento all'innovazione [327], è senza dubbio stata posta dal

---

[324] Al fine di superare la necessaria proporzionalità degli aumenti gratuiti imposta per le s.r.l. dall'art. 2481-*ter* c.c., non derogato dalla disciplina post-Riforma del 2003.

[325] CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 178, (nt. 316), che, come visto, reputa non applicabile analogicamente la disciplina in tema di sottoscrizione di azioni proprie di cui all'art. 2357-*quater* c.c. in virtù di un, invero debole, argomento letterale di mancato rinvio. In generale sulla disciplina dell'inoptato, v. ora M. SPERANZIN, *Disciplina del non sottoscritto nell'aumento di capitale di s.r.l.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 178 ss.

[326] Per tutti, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 10), 344. Per un'aggiornata ricostruzione del dibattito, F. NIEDDU ARRICA, *Il conferimento*, (nt. 315), 508 ss., il quale si occupa anche delle numerose problematiche connesse: dal metodo di valutazione più idoneo, alla discussa applicabilità anche alla s.r.l. (stante il silenzio sul punto dell'art. 2465 c.c.) delle disposizioni dettate per la s.p.a. in punto di rettifica del valore di stima ad opera degli amministratori, sino all'ipotesi di impossibilità sopravvenuta della prestazione.

[327] L'impossibilità (per le s.p.a.) o la difficoltà (per le s.r.l.) di capitalizzare prestazioni lavorative è oggetto di serrata critica da parte di L. ENRIQUES-J. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio*, (nt. 152), i quali (*ivi*, 109) mettono in evidenza i problemi che esso causa «per il finanziamento di nuove imprese operanti nei settori ad alta tecnologia [giacché] nella "new econo-

legislatore [328] a tutela dell'interesse generale alla "integrità" del capitale sociale.

Sembra invece che nulla osti ad un aumento di capitale oneroso riservato ai dipendenti, similmente a quanto disposto per le s.p.a. dell'art. 2441, ottavo comma, c.c. Mentre, però, nella s.p.a. tale operazione è regolata per escludere espressamente il diritto d'opzione dei soci, nella s.r.l. un ostacolo rilevante sembra derivare dalla necessità imposta dall'art. 2481-*bis* c.c. di attribuire il diritto di recesso ai soci dissenzienti, in relazione al quale abbiamo però già sostenuto la possibilità di una deroga, quantomeno in sede di costituzione [329]. Tali operazioni potrebbero essere anche strutturate intorno a una clausola di compensazione tra debito da conferimento e credito del lavoratore socio per l'attività prestata [330]. Compensazione, questa, attuabile anche nell'ordinamento italiano a seguito della presa di posizione della giurisprudenza di legittimità [331]

---

my", le idee valgono molto di più dei beni materiali e i concorrenti combattono per trattenere i migliori cervelli; un simile divieto restringe indebitamente le opportunità delle imprese di creare forme di compenso personalizzate al fine di attrarre e trattenere i migliori dipendenti. Se le società potessero emettere azioni a fronte dell'impegno di prestare lavoro, le società di nuova costituzione ne trarrebbero il maggior beneficio. Esse infatti, nei primi anni di vita, hanno di solito scarsi mezzi liquidi, a fronte di un bisogno continuo di servizi da parte di avvocati, professionisti contabili e consulenti aziendali»

[328] Senza che vi fosse obbligato dalle norme europee, applicabili alla sola s.p.a.

[329] Vedi *supra* la nt. 227.

[330] Diverso è invece il caso in cui il credito del futuro socio verso la società derivi da anticipazioni per l'opera (nel caso di specie un appalto) ancora da prestare, come è accaduto nel caso deciso, nel senso della nullità della delibera per violazione degli artt. 2342 in tema di conferimenti d'opera (si trattava di s.p.a.) e 2358 c.c. in tema di divieto di assistenza finanziaria, da App. Roma, 3 settembre 2002, in *Società*, 2003, 41 ss., con nota di F. PLATANIA, *Sottoscrizione e validità dei conferimenti in sede di aumento del capitale*, poi confermata da Cass., 24 novembre 2006, n. 25005, in *Rep. Foro it*., 2007, voce *Società*, n. 724. Sul punto v. ampiamente N. DE LUCA, *Conferimenti e creazione di valore. Note sui conferimenti d'opera e servizi nelle società di capitali,* in *Riv. soc*., 2014, 723 ss. Nel caso di s.r.l. la stessa operazione sarebbe invece possibile, pur nei limiti dell'art. 2358 c.c., ma solo a fronte della prestazione di idonea fideiussione *ex* art. 2464, sesto comma, c.c.

[331] Cass., 5 febbraio 1996, n. 936, in *Nuova giur. civ. comm*., 1997, I, 156 ss., con nota di M. DE ACUTIS, *La Cassazione muta opinione sulla compensabilità del debito del socio da sottoscrizione con un suo credito verso la società, ma ... fino a un certo punto*.

In dottrina, per la soluzione affermativa che fa leva sull'inesistenza di una norma proibitiva specifica e su di un pregiudizio ai terzi, C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2436 c.c. con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm*., 1988, I, 275 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, massima n. 125, *Aumento di capitale e compensazione di crediti (artt. 2342, 2343, 2343*-ter *e 2465 c.c.)*; F. MARTORANO, *Compensazione del debito per conferimento*, in *Il nuovo diritto della società*, (nt. 163), I, 521 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Con-*

e senza che si pongano problemi di applicabilità della disciplina della postergazione dei crediti del (futuro) socio di cui all'art. 2467 c.c., giacché tramite l'aumento si ha una capitalizzazione di crediti e, quindi, il perseguimento degli obiettivi di politica legislativa della norma [332]. Il problema potrebbe però essere superato grazie alla possibilità, già indagata, di fissare l'ammontare del capitale sociale in un ammontare prossimo al minimo legale, con il che consentendosi, visto l'importo irrisorio, di effettuare un aumento oneroso da liberarsi da parte dei dipendenti integralmente in denaro ed imputando il credito per le prestazioni già rese a titolo di sovrapprezzo.

Ciò nondimeno, un potenziale ostacolo pratico all'attuazione di operazioni di *sweat equity* nell'ordinamento italiano è dato dall'impossibilità, imposta dall'art. 2481, secondo comma, c.c. per le s.r.l., di attuare un successivo aumento di capitale sino a quando i conferimenti precedentemente dovuti in forza di precedente delibera di aumento non siano stati integralmente eseguiti. Infatti, nella prassi di tali piani di incentivazione, la deliberazione di aumento precede la prestazione dell'attività lavorativa in forza della quale matura il credito opposto in compensazione. In tal modo, però, la società emittente si troverebbe nell'impossibilità di deliberare nuovi aumenti sino a quando non sia decorso il lasso di tempo, di norma anche abbastanza esteso, necessario allo svolgimento dell'attività lavorativa in forza del quale matura il credito da compensare.

---

ferimenti in s.p.a. e formazione del capitale, Napoli, Jovene, 1992, 270 ss.; V. SALAFIA, *Aumento del capitale e conferimento di crediti*, in *Società*, 1988, 225 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, vol. 1, tomo 2, Torino, UTET, 2004, 410 ss.

[332] L'orientamento maggioritario è nel senso indicato nel testo: v. in giurisprudenza Cass., 19 febbraio 2018, n. 3946, in *Giur. it*., 2018, 1916 ss., con nota di GARESIO; in dottrina, tra i tanti, M.S. SPOLIDORO, *L'aumento del capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc*., 2008, 464 ss., in part. 491; N. ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi*, (nt. 163), 317 ss., in part. 344; per la prassi notarile v. CONSIGLIO NOTARILE DI NAPOLI, massima n. 4, *Aumento oneroso di capitale di s.p.a. o di s.r.l. – Esecuzione mediante compensazione di un credito*, e CONSIGLIO NOTARILE DISTRETTI RIUNITI FIRENZE PISTOIA PRATO, massima n. 23, *Aumento di capitale mediante compensazione e crediti postergati nella s.r.l.*

Ciò nonostante, si registra un minoritario orientamento giurisprudenziale di segno contrario, orientato a una maggior tutela dell'integrità del capitale sociale e che ci sembra poco condivisibile, nella misura in cui attribuisce al dipendente vantaggi informativi equivalenti a quelli dei soci imprenditori: cfr. Trib. Roma, 6 febbraio 2017, in *Giur. it*., 2017, 1139 ss., con nota adesiva di O. CAGNASSO, *Aumento di capitale e compensazione con crediti postergati del socio di s.r.l.*; in *Banca, borsa, tit. cred*., 2018, II, 380 ss., con nota di MESSORE, *La compensazione del debito da aumento di capitale e la postergazione legale dei finanziamenti dei soci.*

Per superare il problema gli schemi di *work for equity* potrebbero in astratto essere attuati tramite emissione di strumenti finanziari partecipativi, come visto concessa alle sole s.r.l. *startup* e P.M.I. innovative, soprattutto se si ritenesse, come invero abbiamo già sostenuto [333], la non applicabilità a tali strumenti della disciplina dell'art. 2483 c.c. [334] Per quanto già osservato [335], però, stante il tenore letterale dell'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012, che non richiama espressamente l'art. 2351, quinto comma, c.c., non sarebbe possibile riconoscere ai portatori di SFP il diritto di voto su argomenti specificamente indicati o la possibilità di nominare un componente dell'organo amministrativo o (là dove presente) di controllo. A prescindere da questo limite, sul piano concreto il meccanismo dell'attribuzione di partecipazioni ai collaboratori e ai dipendenti serve ad attribuirgli la possibilità di partecipare alla liquidazione dell'investimento (che per loro è dato dall'attività lavorativa) in occasione dei *liquidity events*. Ciò renderebbe evidentemente poco attraente un piano attuato attraverso SFP, anche a voler sostenere che sia possibile attribuirgli diritti di voto su argomenti specifici o di nomina di organi [336].

In conclusione, riteniamo che i piani di incentivazione dei dipendenti possano essere attuati sia tramite l'attribuzione di quote proprie sottoscritte dalla s.r.l., cui non si applica la disciplina più restrittiva invece dettata per la s.p.a., sia tramite aumenti di capitale riservati, anche se per questi ultimi si pone l'irrisolvibile problema del blocco di successivi *round* di aumento imposto dall'art. 2481, secondo comma, c.c. [337].

---

[333] V. *supra* il § 14.1.

[334] In tal senso S. CORSO, *S.r.l.-PMI aperte*, (nt. 177), 890 e nt. 37.

[335] V. *supra* la nt. 206 e il testo corrispondente

[336] Il fatto che l'art. 26, settimo comma, d.l. 179/2012 non richiami l'art. 2351, quinto comma, c.c. potrebbe essere letto, diversamente da quanto sostenuto nel testo, anche come frutto di un difetto di coordinamento e non come espressione di una precisa volontà del legislatore di escludere l'attribuzione ai portatori di SFP di tali prerogative (diritti di voto su singoli argomenti o nomina di un membro dell'organo amministrativo/di controllo). V. in tal senso, M. GARCEA, *Le "nuove" s.r.l. e l'autonomia statutaria*, (nt. 206), 599, a giudizio della quale è possibile applicare analogicamente la disciplina della s.p.a., l'unica dotata di portata generale. La questione, per quanto osservato nel testo circa gli interessi in gioco, non ha particolare interesse ai nostri fini.

[337] Sembra, infine, che la scarsa chiarezza del quadro normativo e la non unanimità di interpretazioni sembra abbiano indotto la pratica ad abbandonare un'attuazione "corporativa" dei piani di incentivazione, soprattutto se aventi ad oggetto strumenti di capitale, in favore di regolamentazioni più informali del fenomeno, ad esempio mediante patti para-sociali con i quali i soci fondatori o il VC si obbligano, al raggiungimento di determinati risultati di *performance*, a trasferire parte delle proprie quote di partecipazione ai dipendenti/professionisti, con il che ponendosi evidenti problemi di tutela in forma specifica.

17. *Il problema della trasformazione.*

Abbiamo evidenziato in precedenza che negli Stati Uniti i *VCs* preferiscono finanziare *startup* in forma di *corporation* piuttosto che di *LLC*, per diverse ragioni tra cui la non necessità di passare per un processo di trasformazione in caso di offerta al pubblico e quotazione in borsa (*IPO*). Si tratta di un problema che sussisterebbe anche in Italia nel caso in cui una s.r.l. finanziata attraverso *venture capital* arrivasse alla meta dell'ammissione alle negoziazioni su un sistema multilaterale di negoziazione tipo AIM Italia ovvero alla negoziazione in borsa. Infatti, la possibilità di esercitare il recesso in caso di trasformazione (art. 2473 c.c.) potrebbe dar modo ad alcuni soci di minacciare strategicamente il recesso per indebolire la società prima dell'operazione, con la speranza di poter vedere acquistate le partecipazioni a prezzi più vantaggiosi rispetto a quelli auspicati con l'avvio delle negoziazioni ovvero di poter sfuggire subito alle clausole di *lock-up* che vengono tipicamente inserite a carico dei soci [338].

Anche di questo problema il legislatore della riforma del 2012-2017 non si è fatto espressamente carico, forse perché neppure il legislatore è così ottimista da pensare che una s.r.l. *startup* possa, un giorno, diventare effettivamente uno *unicorn* [339] e magari quotarsi in borsa. Tuttavia, l'eventualità non può essere scartata *a priori*, anche perché il socio che si mettesse di traverso comunque avrebbe a disposizione un recesso a prezzi presumibilmente molto favorevoli, vista l'impossibilità di inserire in statuto criteri dissuasivi incentrati sul criterio di valorizzazione della quota di recesso. Per tale motivo la minaccia di votare contro la trasformazione e di esercitare il recesso potrebbe almeno in alcuni casi essere credibile.

Il futuro dirà se il problema è reale e come potrebbe essere risolto. Il futuro dirà anche se una possibile evoluzione del sistema possa essere quella non solo dell'apertura delle quote di s.r.l. all'offerta al pubblico e alla circolazione tramite annotazione nei registri degli intermediari finanziari (come ora consentito dall'art. 100-*ter*, secondo comma-*bis*, lett. c, TUF), ma addirittura al regime di quotazione e al trattamento a pieno titolo come strumento finanzia-

[338] D. Boreiko-S. Lombardo, *Lockup clauses in Italian IPOs,* in *Applied Financial Economics*, 2013, 221 ss.

[339] Con il termine "*unicorns*" si indicano le *startup* che hanno raggiunto un valore superiore al miliardo di dollari e non ancora quotate su un mercato regolamentato: J. S. Fan, *Regulating unicorns: Disclosure and the new private economy*, in *Boston College Law Review*, 2016, 583 ss.

rio ai fini della disciplina europea dei mercati finanziari [340]. Esistono oggi negli Stati Uniti molti casi di *LLC* le cui partecipazioni sono quotate in borsa [341]. Sarebbe una curiosa eterogenesi dei fini quella che portasse la s.r.l. a sovrapporsi alla s.p.a. come strumento per la raccolta di capitale pubblico semplicemente perché la s.p.a. è stata talmente irrigidita, anche a livello europeo, da diventare inoperante come strumento di avvio della nuova impresa; e la s.r.l. ad essere usata non come la LLC del Delaware, ma più umilmente come la *corporation* di quello stato. Un simile risultato sarebbe la sconfitta definitiva di chi ancora pensa che il diritto societario debba essere infarcito di norme imperative volte ad incanalare l'attività d'impresa e i rapporti tra i soci entro percorsi rigidamente fissati dal legislatore o, magari, dai suoi interpreti.

Osservazioni conclusive.

Nel presente articolo abbiamo offerto una (ri)lettura della disciplina della s.r.l. dalla prospettiva della *startup* che si voglia finanziare attraverso il ricorso al *venture capital*. A differenza dei lavori che si sono focalizzati sull'interpretazione della disciplina della "nuova s.r.l." dalla prospettiva del finanziamento attraverso *crowdfunding*, il nostro approccio non si fonda sul riferimento alla disciplina della s.p.a., ma valorizza al massimo un'interpretazione della disciplina propria della s.r.l., in modo da riconoscere la massima libertà negoziale delle parti coinvolte nell'operazione di finanziamento e rispettare l'intento del legislatore di innescare anche in Italia uno sviluppo delle *startup* tramite il finanziamento da parte dei fondi di *venture capital*.

La nostra lettura segnala alcuni ostacoli insuperabili anche per un'interpretazione fortemente adeguatrice della disciplina quale quella che abbiamo inteso presentare. Il limite posto dall'art. 2483 c.c. blocca la possibilità di emettere obbligazioni convertibili a favore di *business angels*. Si possono emettere strumenti finanziari anche convertibili, ma probabilmente ad essi non possono essere attribuiti diritti di partecipazione alle decisioni dei soci, contrariamente a quanto accade nella s.p.a. L'obbligo di non dare attuazione a nuovi aumenti di capitale sinché per i precedenti non siano stati interamente eseguiti i conferimenti impedisce di articolare *round* di finanziamenti destinati a diversi soggetti beneficiari (dipendenti, *business angels*, *venture capitalist*). La disciplina

[340] Si occupa del tema E. CUSA, *Le quote di s.r.l.*, (nt. 100), 675 ss.

[341] M. SIEGEL, *Publicly-Traded LLCs: The New Kid on the Exchange*, in *SMU L. Rev.*, 2015, 885 ss.

della trasformazione può offrire lo spazio per comportamenti strategici da parte dei soci della s.r.l. che, per ventura, giungesse sino al traguardo dell'IPO.

L'art. 2481-*bis* e l'art. 2473 c.c. costituiscono due enormi potenziali *deal-breaker*; ma abbiamo suggerito percorsi interpretativi che potrebbero consentire di superarli. Quanto al diritto di recesso del socio in caso di aumento di capitale a pagamento offerto a terzi, abbiamo prospettato gli argomenti che permettono di sostenere un suo sacrificio. Con riguardo al vincolo di valore della quota di liquidazione in caso di recesso, abbiamo evidenziato che tale vincolo non si pone per le *liquidation preferences* accordate al *VC*. Inoltre, laddove spetti il diritto di recesso (per es., dissenso rispetto ad una cessione dell'intera azienda ai fini della successiva liquidazione della *startup*) abbiamo indicato la necessità di un'interpretazione dell'art. 2473, terzo comma, c.c. che tenga conto dei diversi diritti spettanti ai soci e, quindi, della diversità di valore delle rispettive quote, ponendo massima attenzione alla sussistenza o meno di preferenze liquidatorie e al loro impatto sulla corretta valorizzazione delle singole quote di liquidazione.

Abbiamo poi osservato che l'accresciuta flessibilità finanziaria della s.r.l. *startup* impone di riconsiderare l'applicazione indiscriminata del divieto di patto leonino, divieto che rischia di creare intollerabili effetti distorsivi e che non ha ragion d'essere in un ordinamento che ormai consente la massima flessibilità finanziaria e libertà nell'articolazione delle preferenze liquidatorie (in senso ampio). In ogni caso, riteniamo che quel divieto non possa essere applicato per colpire, *ex post* e in base alle concrete vicende relative all'impresa, i benefici offerti dalle preferenze liquidatorie, atteso che il divieto di patto leonino richiede un'assoluta e costante esclusione dalle perdite e le preferenze liquidatorie non possono giungere, evidentemente, a tanto.

Abbiamo infine analizzato gli altri schemi negoziali tipici del *venture capital* per illustrare come e con quali limiti essi possano essere realizzati in Italia quando il veicolo societario prescelto è una s.r.l.

Post scriptum. – Mentre concludevamo questo articolo venivano rese pubbliche le indicazioni del c.d. "Piano Colao"[342]. Si tratta delle proposte di una *task-force* costituita dal governo che, per certi versi, ricorda quanto già fatto

[342] *Iniziative per il rilancio "Italia 2020-2022"*, Rapporto per il Presidente del Consiglio dei Ministri del Comitato di esperti in materia economica e sociale del 9 giugno 2020, disponibile al link *http://www.governo.it/it/articolo/iniziative-il-rilancio-italia-2020-2022/14726*, ultimo accesso l'11 settembre 2020.

dalla *task-force* che pubblicò "Restart Italia!" nel 2012. In tali proposte si segnala, per il diritto della s.r.l., l'indicazione di consentire l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deliberato a maggioranza (quindi, con esclusione del diritto di recesso del socio dissenziente) e l'eliminazione dei limiti all'emissione e collocamento di titoli di debito posti dall'art. 2483 c.c. Si tratta di proposte che ovviamente ci vedono concordi. Non le consideriamo, tuttavia, sufficienti. Riteniamo comunque opportuno, infatti, un intervento razionalizzatore di carattere generale. Le disposizioni che dovrebbero essere maggiormente interessate da un simile riassetto sono quelle, considerate espressione dei due principi di equa valorizzazione e tutela della rilevanza centrale del socio, che abbiamo evidenziato nel corso dell'articolo e, in particolare, l'art. 2483 c.c., l'art. 2481-*bis*, c.c., l'art. 2481, secondo comma, c.c., l'art. 2482-*quater* c.c. e l'art. 2473 c.c. Più in generale, il legislatore dovrebbe con coraggio optare – come abbiamo già proposto in un articolo destinato al mercato europeo ed internazionale [343] – per una chiara enunciazione di un principio di "*counter-Satzungsstrenge*", per cui tutto ciò che non è espressamente vietato è consentito all'autonomia statutaria. Con l'occasione si dovrebbe anche intervenire sul divieto di patto leonino, per circoscrivere l'ampiezza di un divieto che, se interpretato con troppa disinvoltura, finirebbe per vanificare gli effetti positivi di ogni riforma, andando a colpire al cuore la struttura delle operazioni di *VC financing*.

[343] Cfr. P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law*, (nt. 2), 597, 627.

Tra paternalismo ed autonomia negoziale: il nuovo assetto dei rapporti fra autore, artista ed impresa culturale nel *digital single market*

Between paternalism and freedom of contract. The new setting of the relations among authors, performers and the cultural industry in the digital single market

Michele Bertani *

ABSTRACT

L'articolo esamina le misure di perequazione che la direttiva UE 790/2019 prevede a beneficio dell'autore e dell'artista nei rapporti con l'impresa culturale. Nel divenire del sistema del diritto d'autore euro-unitario le nuove misure segnano una svolta paternalistica, prevedendo una serie di vincoli per l'autonomia privata nel caso di cessioni e licenze dei diritti d'autore e connessi, con l'obiettivo di tutelare autori ed artisti quali parti deboli del rapporto di scambio con gli utilizzatori professionali delle loro opere o *performance*. Al riguardo l'articolo ipotizza che questa scelta trovi giustificazione (non solo nel divario di potere economico, ma soprattutto) nelle asimmetrie patite da autori ed artisti sul piano dell'efficienza del processo di *decision making*, in ragione della loro maggiore esposizione a pregiudizi cognitivi e della minore disponibilità di informazioni, che si prestano ad essere sfruttate sistematicamente dall'impresa culturale per imporre condizioni contrattuali squilibrate. Dall'analisi delle nuove misure di perequazione emerge un rapporto di profonda sinergia tra il principio generale di remunerazione adeguata e proporzionata di autori ed artisti (art. 18), le regole operative sul meccanismo di adeguamento contrattuale che assicura loro un compenso aggiuntivo in caso di sproporzione tra il *quantum* pattuito ed i proventi dell'utilizzatore (art. 20), l'obbligo di trasparenza sugli esiti dell'utilizzazione di opere o *performance* (art. 19). In particolare la ricostruzione qui proposta configura il meccanismo *ex* art. 20 come *minimum* indefettibile di protezione, garantito nella sua effettività dal-

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università di Foggia; e-mail: michele.bertani@unifg.it.

l'obbligo di trasparenza *ex* art. 19 ed integrabile a discrezione dei legislatori nazionali con misure più protettive sulla base del principio generale *ex* art. 18, temperato nel suo operare dai tre limiti normativamente fissati – tutti mirati ad evitare eccessi paternalistico-solidaristici – del buon funzionamento del mercato, dell'equilibrio tra gli interessi antagonisti, della necessità di preservare uno spazio effettivo per la libertà contrattuale. Procedendo da queste premesse la proposta di attuazione della direttiva qui elaborata immagina di privilegiare un approccio politico-giuridico – noto come paternalismo "asimmetrico" o "libertario" – che nelle situazioni di squilibrio tra contraenti raccomanda di selezionare tecniche di protezione capaci di bilanciare i vantaggi per il soggetto debole con i costi generati dalla loro implementazione a carico degli altri attori del mercato, preservando uno spazio effettivo per la libertà di autodeterminazione individuale. Il quadro che ne esce prefigura per l'ordinamento italiano il passaggio dall'attuale assetto moderatamente "evoluzionistico", che quasi ovunque – e salvo significative eccezioni a carattere settoriale – vede i soggetti in campo confrontarsi secondo le regole del mercato, ad un modello regolatorio di stampo marcatamente paternalistico, seppure con alcuni contemperamenti. Più in generale il nuovo intervento segna – unitamente ad altre previsioni di particolare rilievo della direttiva 790/2019 – l'emergere di un nuovo regime per l'impresa culturale nel *digital single market*, che rispetto al passato tende a rafforzarne la responsabilità sociale come motore di una politica vocata ad incentivare quanto più possibile la circolazione mercantile degli artefatti culturali, e di qui la disseminazione degli esiti della creatività umana.

Parole chiave: diritto d'autore – mercato unico digitale – paternalismo asimmetrico

This article analyses the measures of equalisation set forth by EU Directive no. 790/2019 to protect authors and performers in their relations with the cultural industry. In the development of the EU copyright system, these new provisions mark a "paternalistic" turning point by setting a series of constraints on private autonomy in case of transfer or license of copyright and related rights. Their aim is to protect authors and performers considered as the weaker party in the relations with the professional users of their works and performances. The hypothesis developed in this article to explain the rationale for these new measures is that the limited efficiency of authors and performers' decision-making process – generated by cognitive biases and information asymmetries – is liable to being exploited by the cultural industry to impose unbalanced contract terms. The analysis of said measures shows a deep synergy between the principle of appropriate and proportionate remuneration of authors and performers (Art. 18), the contract adjustment mechanism that grants them an additional compensation if the contracted amount is disproportionately low compared to the user's revenues (Art. 20), and the transparency obligation as to the exploitation of works and performances (Art. 19). This article considers the adjustment mechanism as the minimum threshold of safeguard for authors and performers, while the general principle set forth by Art. 18 allows EU Member States to increase the level of protection. Art. 18 also introduces three requirements that must be met to mitigate any paternalistic and solidarity excess, i.e. guaranteeing the proper functioning of the digital single market, taking into account the principle of contractual freedom and ensuring a fair balance of rights and interests. Based on these premises, this article suggests that EU Directive no. 790/2019 be implemented by following an approach – known as asymmetric or libertarian paternalism – which suggests to correct the unbalanced contractual frameworks by adopting measures of protection that balance the advantages for the weaker party and the costs charged to the other market players. Thus, the Italian legal system would

move from a mildly evolutionistic approach to a paternalistic model, although mitigated by some limitations. Together with other significant provisions of EU Directive no. 790/2019, the abovementioned equalisation measures originate the core of a new legal framework for the cultural industry in the digital single market. The purpose of this new framework is to strengthen the social responsibility of the cultural industry as the engine of a policy aiming to promote the dissemination of cultural products and the results of human creativity.

Keywords: *copyright – digital single market – asymmetric paternalism*

SOMMARIO:

1. Le nuove dinamiche del rapporto tra autore, artista ed impresa culturale nell'economia digitale. – 2. L'intervento paternalistico del legislatore euro-unitario a protezione dell'autore e dell'artista. – 3. Gli spazi di manovra per il legislatore nazionale nel nuovo assetto: l'opzione del paternalismo asimmetrico o libertario. – 4. Il principio di remunerazione adeguata e proporzionata. – 5. Il diritto all'adeguamento del contratto. – 6. L'area di applicazione oggettiva e soggettiva delle nuove misure di perequazione. – 7. L'obbligo di trasparenza – 8. I lineamenti di un possibile intervento normativo nel tessuto della legge sul diritto d'autore del 1941. – 9. Un nuovo regime per l'impresa culturale nel *digital single market*.

1. *Le nuove dinamiche del rapporto tra autore, artista ed impresa culturale nell'economia digitale.*

Fin dall'origine le tecniche di protezione della creatività intellettuale hanno avuto la funzione ambivalente di tutelare sia l'autore dell'opera dell'ingegno che l'operatore professionale ("l'imprenditore culturale" [1]) al quale viene demandato il suo sfruttamento massivo, mediante moltiplica-

[1] Di seguito la nozione di "imprenditore culturale" (al pari di quella correlata di "impresa culturale") sarà riferita per convenzione agli operatori professionali (ed alle attività economiche organizzate) che realizzano l'intermediazione nella circolazione di opere e *performance* artistiche tra l'autore, l'artista ed il pubblico, fra i quali rientrano soggetti più tradizionali, come gli editori a stampa e gli impresari che organizzano la rappresentazione teatrale o l'esecuzione musicale; gli imprenditori nati a cavallo del '900 dallo sviluppo delle tecnologie di riproduzione audiovisiva e di trasmissione a distanza di suoni ed immagini, come i produttori discografici e cinematografici, le emittenti radiotelevisive (poi anche satellitari e via cavo), i produttori di altri audiovisivi come ad esempio le opere televisive (poi anche gli *home-video* ed i *videoclip*); nonché gli imprenditori di nuova generazione, nati a seguito delle rivoluzioni tecnologiche del nuovo millennio, quali gli editori multimediali, i produttori di sequenze animate di realtà virtuale, i gestori di servizi di condivisione *online* di contenuti audio e video digitalizzati, i gestori di social *networks* e motori di ricerca, i gestori di piattaforme di distribuzione audiovisiva o musicale *on demand* via *Internet*, le emittenti di IPTV e web radio.

zione in copie, distribuzione e comunicazione presso il pubblico.

Tutto il divenire della disciplina del privilegio letterario (prima) e del diritto d'autore (poi) è segnato dal vigoroso contributo che quell'imprenditore ha speso perché il decisore politico assegnasse al creatore intellettuale un potere esclusivo di sfruttamento dei risultati del suo lavoro, che fosse trasferibile *inter vivos*: per essere acquisito ed usato a protezione degli investimenti impiegati per realizzare e promuovere sul mercato i diversi prodotti e servizi culturali [2]. Con la comparsa e l'evoluzione delle tecnologie di riproduzione e comunicazione a distanza di suoni ed immagini l'imprenditore culturale ha ripetuto uno schema analogo per la tutela delle *performance* degli "artisti", che nell'interpretare, rappresentare o eseguire l'opera dell'ingegno la vivificano, la completano e la fanno circolare ulteriormente presso il pubblico [3]. In parallelo l'impresa culturale ha ottenuto una protezione diretta – mediante i diritti cd. connessi – di varie sue prestazioni professionali, non creative né artistiche (la produzione di fonogrammi ed audiovisivi, la loro trasmissione radiofonica e televisiva anche satellitare o via cavo, alcune forme di edizione a stampa, più tardi la costituzione di banche dati e la pubblicazione di *news* giornalistiche), che sfruttano l'opera e la sua interpretazione come basi per realizzare prodotti e servizi sconosciuti nel tempo precedente [4].

Fin dagli albori di questa vicenda l'intreccio di interessi ora ricordato si è riflesso sul rapporto contrattuale tra l'autore o l'artista e l'impresa culturale, al quale è assegnato il compito di governare una relazione complessa e multiforme, che nell'ipotesi tipica vede uno scambio cooperativo tra portatori di

---

[2] Nell'economia di questo saggio non è possibile dare conto in dettaglio di questa vicenda, analizzata *funditus* da U. IZZO, *Alle origini del copyright e del diritto d'autore*, Carocci, Roma, 2010, 11 ss. Sul tema v. *ex multis* R. PATTERSON, S.W. LINDBERG, *The Nature of Copyright*, The University of Georgia Press, Athens-London, 1991, 19 ss.; A. STROWEL, *Droit d'auteur et copyright - Divergences et convergences*, Bruylant – Librairie générale de droit et jurisprudence, Bruxelles-Paris, 1993, 276 ss.; G. DAVIES, *Copyright and the Public Interest*, VCH, Weinheim, 1994, 15ss., 135; L.C. UBERTAZZI, *I Savoia e gli autori*, Giuffré, Milano, 2000, 13 ss.; nonché il mio *Diritto d'autore europeo*, Giappichelli, Torino, 2011, 2 ss.

[3] Nel lessico della disciplina sui diritti d'autore e connessi è "artista" chi rappresenta, interpreta, recita o esegue un'opera dell'ingegno, secondo la definizione *ex* art. 80, l. 22 aprile 1941, n. 633 sul diritto d'autore (di seguito anche "l.aut."), che riprende la nozione già fissata dall'art. 3 della Convenzione di Roma del 1961 per la protezione di artisti, produttori di fonogrammi ed organismi di radiodiffusione, a sua volta ripresa dall'art. 2 lett. a) del *WIPO Performances and Phonograms Treaty* del 1996. Sullo sviluppo storico della tutela degli artisti interpreti o esecutori mi permetto di rinviare al mio *L'evoluzione dei rapporti tra autori, artisti e fonografici*, in *Il diritto d'autore*, 1994, 194 ss.

[4] V. ancora il mio *Diritto d'autore europeo*, (nt. 2), 275 ss.

professionalità ed aspirazioni complementari: poiché i primi sanno creare o valorizzare artisticamente forme che solo l'altro può trasformare in beni e servizi da offrire sul mercato, mentre tutti i soggetti in campo ambiscono a massimizzare la diffusione dell'opera o della *performance* ed il suo successo commerciale.

In concreto questa relazione contrattuale vede i rapporti di forza tra contraenti atteggiarsi in modi variegati, che registrano talvolta la dominanza dell'imprenditore culturale esperto sull'autore o l'artista al debutto, altre volte la dipendenza dell'impresa in fase d'avvio rispetto all'autore o all'artista affermato. Su base statistica pare tuttavia scontato che l'autore sia tipicamente il negoziatore più debole: non soltanto per la minore forza economica, ma anche a causa della scarsa conoscenza del mercato dei prodotti e servizi culturali, della limitata esperienza nonché della mancanza di un apparato organizzativo per gestire professionalmente rapporti economici complessi. Da tempo questa asimmetria di posizioni è d'altro canto codificata, mediante interventi normativi che hanno mirato a proteggere il più debole senza pregiudicare l'obiettivo di fondo alla base della sua cooperazione con l'imprenditore culturale: qual è la creazione di nuova ricchezza mediante la (massimizzazione della) circolazione mercantile dell'opera [5].

Sui rapporti di forza negoziale tra l'autore, l'artista e l'impresa culturale incide d'altro canto lo sviluppo tecnologico. Nel tempo andato l'assenza di tecniche di riproduzione seriale diverse dalla stampa concentrava nell'esemplare unico le *chances* di sfruttamento economico delle creazioni intellettuali nel campo delle arti figurative. Ed assicurava d'altro canto all'artista un controllo integrale sulle (ed un significativo potere in fase di negoziazione delle) sue *performance* di rappresentazione, recitazione, interpretazione, esecuzione delle opere dell'ingegno, fruibili soltanto dal vivo. Mentre le forme di sfruttamento delle opere della letteratura e della musica risultavano complessivamente limitate, prevedibili negli esiti e governabili *ab origine* con regole contrattuali che potessero garantire una composizione equilibrata degli interessi in campo.

La comparsa della prima generazione di tecniche di riproduzione analogica

[5] Sull'evoluzione storica delle previsioni a tutela dell'autore nella disciplina del contratto di edizione, archetipo degli schemi negoziali per lo sfruttamento professionale delle opere dell'ingegno da parte dell'impresa culturale, v. la trattazione pionieristica di DE GREGORIO, *Il contratto di edizione*, Athenaeum, 1913. Sul tema v. anche VAL. DE SANCTIS, *Contratto di edizione*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. CICU, F. MESSINEO, Giuffré, Milano, 1965; nonché il mio *Il contratto di edizione*, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, Utet, Torino, 2011, vol.17, 797 ss.

di suoni ed immagini, al pari delle tecnologie per la loro trasmissione a distanza, ha segnato un cambiamento significativo di quello scenario, aprendo la strada a nuove possibilità di sfruttamento di opere e *performance* meno controllabili dall'autore o dall'artista. E ciò ha provocato una prima serie di interventi normativi ad integrazione o limitazione dell'autonomia negoziale, che hanno trapuntato il tessuto della disciplina sul diritto d'autore con una pluralità di regole (puntuali, ma) accomunate dall'obiettivo di associare in qualche modo il creativo nel governo e nel beneficio della fortuna commerciale dell'opera [6].

In tempi recenti l'emersione di tecniche sempre più innovative di sfruttamento di opere e *performance* ha alterato profondamente l'assetto sopra descritto, incrementandone l'asimmetria a danno dell'autore e dell'artista, fino a giungere al punto di divaricazione massima del tempo presente: nel quale l'operare combinato delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione – *in primis* la rappresentazione e la memorizzazione digitale dei dati, nonché la loro trasmissione a distanza per via telematica – ha ridisegnato in modo radicale le possibilità e le abitudini di fruizione degli artefatti culturali da parte del pubblico, a sua volta ampliato ormai tipicamente a ricomprendere l'intero globo [7]. Ed infatti al giorno d'oggi tutte le forme espressive delle opere protette dal diritto d'autore – letterarie (artistiche, scientifiche, divulgative, informative, tecniche, etc.), musicali, cinematografiche o più in generale audiovisive, multimediali, fotografiche, delle arti figurative e dell'architettura – al pari della loro interpretazione, rappresentazione, recitazione ed esecuzione artistica, sono agevolmente convertibili e possono circolare in formato digitale: che ne consente senza costi rilevanti né possibilità di controllo capillare la riproduzione totale o parziale anche per fini privati, la messa a disposizione del pubblico *on demand*, nonché varie forme di elaborazione.

In questo scenario l'opera (al pari della *performance* artistica) non nasce più per un fine circoscritto, sia esso la pubblicazione a stampa, la rappresentazione, l'esecuzione, la recitazione, la proiezione cinematografica, la trasmissione a distanza o l'esposizione. Piuttosto ha un destino imprevedibile, potenzialmente costellato da una serie infinita di trasformazioni di genere, formato, supporto, pubblico finale di destinazione. Una volta che sia pubblicata può

[6] Per un censimento ed una ricostruzione sistematica delle previsioni a tutela dell'autore presenti nell'impianto della l. n. 633/1941 sul diritto d'autore v. A. COGO, *I contratti di diritto d'autore nell'era digitale*, Giappichelli, Torino, 2010, 162 ss.

[7] Su questa vicenda e sulle implicazioni che ne sono derivate nella disciplina del contenuto del diritto d'autore v. *amplius* R. ROMANO, *L'opera e l'esemplare nel diritto della proprietà intellettuale*, Cedam, Padova, 2011, 149 ss.

trasmigrare senza particolare sforzo dalla pagina del libro, dal *compact disk*, dal supporto audiovisivo, dal palinsesto radiotelevisivo, dall'esposizione museale, dal teatro o dalla sala cinematografica fino ai *server* della rete Internet, per passare poi ai dispositivi di ricezione individuale (*smart* TV, *decoder*, PC, *tablet*, *smartphone*, etc.), che la possono incanalare attraverso sistemi di condivisione di contenuti *online* o *social networks*, dai quali con nuovo slancio può riprendere la circolazione verso altri utenti, magari frammentata, aggregata ad altre opere o *performance*, elaborata o altrimenti modificata. E poiché risiede stabilmente nelle memorie digitalizzate di un numero elevato di elaboratori elettronici l'opera o la *performance* può avere continuamente nuova "vita sociale", sfidando l'oblio e riprendendo la sua migrazione ogni volta che venga riscoperta o rilanciata da qualche utente di questa infinita rete di comunicazioni.

In ragione di questa accresciuta "vitalità" dell'opera dell'ingegno e dell'interpretazione artistica aumenta parallelamente il tasso di imprevedibilità della loro fortuna commerciale, con la conseguenza che i contenuti economici del patto originario tra l'autore o l'artista e l'imprenditore culturale che ne sfrutta professionalmente il lavoro rischiano di squilibrarsi in modo ben più grave di quanto potesse accadere in passato [8].

2. *L'intervento paternalistico del legislatore euro-unitario a protezione dell'autore e dell'artista.*

Nello scenario sin qui descritto si colloca l'ultimo intervento del legislatore euro-unitario, che mediante gli artt. 18-23 della direttiva UE 790/2019 «sul diritto d'autore e sui diritti connessi nel mercato unico digitale» ha imposto agli stati membri l'adozione di una serie articolata di misure a protezione dell'autore e dell'artista, con l'obiettivo dichiarato di riequilibrarne la posizione asimmetrica rispetto all'imprenditore culturale nell'ambito del nuovo assetto

[8] Questo scenario può peraltro patire deroghe qualora l'autore o l'artista riescano a "disintermediare" qualche fase del percorso che conduce l'opera al pubblico (come accade talvolta per le forme di musica *underground* fiorite nell'ultimo decennio). E tuttavia il passaggio ad una circolazione ampia – nel circuito radiofonico, nei servizi di *streaming on demand*, nel *mare magnum* della rete, e così via – richiede tipicamente di regolare i rapporti con i soggetti che ne gestiscono gli snodi principali (quanto meno) mediante contratti di licenza, dai quali riemerge il rischio segnalato nel testo di squilibrio tra le condizioni contrattuali pattuite e la misura dello sfruttamento (e della fortuna) commerciale dell'opera o della *performance* da parte degli "intermediari" professionali.

di mercato determinato dall'avvento dell'economia digitale [9]. Seppure dotato di contenuti spiccatamente innovativi questo intervento presenta elementi rilevanti di continuità rispetto alle tradizionali linee evolutive della disciplina sul diritto d'autore.

A prima vista lo sviluppo storico di questo sistema normativo potrebbe apparire animato da spinte eterogenee, generatrici di dinamiche talvolta contrastanti e di breve respiro. Uno sguardo più attento pare invece rivelare che l'insieme delle tecniche di appropriazione dei risultati della creatività umana tende ad evolvere secondo traiettorie che presentano chiari elementi di linearità, secondo un moto segnato dall'interazione tra un principio ordinatore tendenzialmente immutabile e due variabili indipendenti.

In particolare, il principio ordinatore prevede di contemperare gli interessi tra loro antagonisti degli autori, degli artisti, degli imprenditori culturali e della collettività, a) da un lato permettendo a creativi ed interpreti di appropriarsi nel modo più intenso possibile (e dunque *in primis*: per mezzo di un diritto esclusivo) delle utilità che (in base alle tecnologie disponibili) sia possibile ricavare dalla forma espressiva dell'opera o dalla relativa *performance* artistica; e b) dall'altro lato lasciando a chiunque la *chance* di utilizzare senza bisogno di consenso le idee ed informazioni rappresentate da questa forma espressiva, con possibilità conseguente di esercitare le libertà fondamentali dell'arte e della scienza, di manifestazione del pensiero, di cronaca, d'informazione e così via [10].

L'operatività di questo principio ordinatore garantisce tra gli interessi antagonisti una situazione di equilibrio, costantemente perseguita negli ultimi tre secoli senza distinzioni di tempo e di luogo, seppure poi in concreto si sia tradotta su base locale in regole operative tra loro in parte eterogenee. Questo

---

[9] V. espressamente i considerando 3 e soprattutto 72 della direttiva UE 790/2019 del 17 aprile 2019.

[10] La necessaria estraneità dei contenuti ideativi ed informativi rispetto all'oggetto del diritto d'autore, con sua limitazione conseguente alla forma espressiva dell'opera, fu teorizzata fin dagli albori del dibattito filosofico sull'opportunità di istituire una tutela *lato sensu* proprietaria dei risultati della creatività umana. Sul tema v. ad esempio la distinzione proposta da J.G. FICHTE, *Beweis der Unrechtmäßigkeit der Büchernachdrucks*, in *Berlinische Monatsschrift* 1793, 446-452, tra l'aspetto "corporale" (il supporto materiale, di proprietà dell'acquirente del singolo esemplare) e l'aspetto "spirituale" dell'opera, a sua volta separabile in "materia" (le idee che l'autore rappresenta) e "forma" (la connessione di queste idee ed i segni che le palesano), la prima proprietà comune anche del lettore e la seconda «ausschliessendes Eigenthum» dell'autore. Per una sintesi sulla successiva elaborazione dottrinale e giurisprudenziale di questo principio nelle tradizioni di *civil law* e *common law* mi permetto di rinviare al mio *Diritto d'autore europeo*, (nt. 2), 18 ss.

equilibrio è tuttavia rimesso periodicamente in discussione dall'operare di due variabili indipendenti: che obbligano i diversi legislatori a riaggiornare costantemente le regole del gioco per trovare nuovi modi di contemperamento dei diversi interessi in campo.

Anzitutto viene in considerazione una variabile tecnologica, che con andamento lineare vede emergere continuamente nuovi linguaggi o lingue per esprimere idee ed informazioni, nuove forme di utilizzazione, nuove tecnologie per comunicare o condividere le opere protette e le loro interpretazioni. E periodicamente genera crisi parziali di effettività dei diritti esclusivi, per fronteggiare le quali il legislatore deve ogni volta elaborare tecniche efficaci per riservare all'autore, all'artista ed ai loro aventi causa le nuove opere e *performance* o le nuove forme di utilizzazione, senza pregiudicare in modo eccessivo gli interessi contrapposti della collettività.

Con andamento oscillatorio, determinato da spinte di carattere economico, socio-politico o culturale, una variabile che potremmo definire "politico-giuridica" vede d'altro canto crescere o decrescere di volta in volta la sensibilità – ed il livello di protezione – per le pretese individuali degli autori, degli artisti o degli imprenditori culturali piuttosto che per gli interessi della collettività ad accedere più o meno liberamente alle opere e *performance* protette [11].

All'andamento ora descritto non risulta estranea nemmeno la direttiva 790/2019: che pure a prima vista può apparire come un fascio di interventi normativi a carattere frammentario ed è certamente priva dell'omogeneità tematica alla base di gran parte delle precedenti direttive comunitarie ed euro-unitarie sui diritti d'autore o connessi. Le misure ivi previste a protezione dell'autore e dell'artista paiono anzitutto in linea con una tendenza politico-giuridica che negli ultimi decenni ha visto l'intervento paternalistico del legislatore euro-unitario a supporto del soggetto debole di un'ampia gamma di rapporti contrattuali [12]. Già abbiamo visto tuttavia che nell'ambito qui esami-

[11] Per una rappresentazione più puntuale dell'interazione tra il principio ordinatore e le variabili indipendenti evocati nel testo mi permetto di rinviare al mio *Diritto d'autore europeo*, (nt. 2), 64 ss.

[12] Paradigmatica risulta in questa direzione la disciplina generale a tutela del soggetto debole nel rapporto di consumo introdotta dalle direttive 29/2005 sulle pratiche commerciali scorrette e 83/2011 sui diritti del consumatore, mentre numerosi sono gli interventi settoriali a protezione del risparmiatore, dell'utente di *public utilities*, del correntista bancario, dell'assicurato, del turista, e così via. Analoga ispirazione paternalistica hanno infine le recenti direttive 770/2019 sui contratti di fornitura di contenuti o servizi digitali, 771/2019 sui contratti di vendita di beni e 2161/2019 sulla modernizzazione delle norme a protezione dei consumatori, comprese nel cd. "*new deal for consumers*" *package*, che mira ad adattare le politiche euro-unitarie di tutela del consumatore all'ambiente digitale.

nato lo squilibrio nei rapporti di forza tra autore, artista ed imprenditore culturale è stato principalmente esasperato dal recente sviluppo tecnologico. Cosicché le nuove misure qui commentate paiono il precipitato dell'operare di entrambe le variabili prima ricordate.

L'esito di queste dinamiche è un corpo di prescrizioni per i legislatori nazionali che procede anzitutto dall'enunciazione del principio di remunerazione adeguata e proporzionata degli autori ed artisti, operante qualora – scegliendo di demandare all'impresa culturale lo sfruttamento economico delle loro opere e *performance* – essi le cedano o concedano in licenza i relativi diritti d'autore o connessi (art. 18). Strumentali all'attuazione di questo principio sono poi le regole operative che disciplinano il cd. meccanismo di adeguamento contrattuale per i contratti di durata (art. 20), l'obbligo di trasparenza (art. 19) ed i meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie (art. 21). Il quadro complessivo che ne emerge segna il primo intervento sistematico e d'ampio respiro del legislatore euro-unitario nel campo del diritto secondario d'autore, sin qui per tradizione lasciato principalmente alla competenza della regolazione nazionale [13].

A differenza di altri interventi del legislatore euro-unitario in tema di proprietà intellettuale, caratterizzati dal ricorso a normazione di dettaglio o addirittura alla tecnica dell'armonizzazione completa, le previsioni ora ricordate della direttiva 790/2019 concedono ampia discrezionalità al legislatore nazionale. Questi spazi di manovra rendono ancor più delicata l'attuazione in sede locale di misure con portata potenzialmente dirompente rispetto all'assetto esistente: soprattutto in ordinamenti (come l'italiano) che allo stato attuale non conoscono regole di perequazione a carattere generale, ma soltanto una pluralità frammentata di limitazioni dell'autonomia negoziale, poste a tutela dell'autore o dell'artista quale contraente debole del rapporto con l'uno o l'altro genere di imprenditore culturale [14].

Né si può dimenticare che le modalità di questa attuazione, per quanto ampiamente modulabili su base locale, devono essere comunque coordinate rispetto all'obiettivo generale dell'intervento normativo euro-unitario. E qui vale la pena segnalare che accanto alle tradizionali funzioni assegnate in generale al sistema del diritto d'autore – deputato in vario modo a stimolare il pro-

[13] Su questo tema v. lo studio commissionato dal Parlamento Europeo e realizzato da L. BENTLY, M. KRETSCHMER, T. DUDENBOSTEL, M. CALATRAVA, A. RADAUER, *Strengthening the Position of Press Publishers and Authors and Performers in the Copyright Directive*, 2017, 43 ss.

[14] Per una ricognizione dell'esistente v. *infra* il paragrafo 8.

gresso culturale mediante l'incentivo della creatività individuale, nonché a generare un mercato efficiente dei prodotti culturali tramite la promozione degli investimenti imprenditoriali nello sfruttamento economico delle opere dell'ingegno – sta emergendo con rilievo sempre maggiore un'ulteriore vocazione specifica del complesso normativo che ormai possiamo chiamare "diritto d'autore europeo" [15]: costituita dall'attuazione di un mercato unico digitale, che faccia leva sulle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione per garantire un livello elevato di libertà di circolazione commerciale degli artefatti culturali nell'intera area euro-unitaria [16].

3. *Gli spazi di manovra per il legislatore nazionale nel nuovo assetto: l'opzione del paternalismo asimmetrico o libertario.*

Le nuove misure a protezione dell'autore e dell'artista sono chiaramente ispirate da un'impostazione paternalistica, in quanto prevedono un intervento dei pubblici poteri a limitazione dell'autonomia negoziale, con l'obiettivo dichiarato di impedire o comunque correggere assetti pregiudizievoli per il con-

[15] Sulla possibilità di ricavare dal disegno complessivo delle direttive euro-unitarie i lineamenti di un sistema del diritto d'autore per l'Unione Europea, con caratteristiche differenziali rispetto ai modelli già noti nelle tradizioni latino-germanica e di *common law*, mi permetto di rinviare al mio *Diritti d'autore e connessi*, in *La proprietà intellettuale*, a cura di L.C. UBERTAZZI, nel *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, Giappichelli, Torino, 2011, XII, 246 ss.

[16] Un riferimento a questa pluralità di funzioni emerge in modo univoco dai considerando 2-3 della direttiva 790/2019, ove il tradizionale fondamento della normazione euro-unitaria in materia di diritto d'autore – costituito dall'obiettivo di rimuovere gli ostacoli al buon funzionamento del mercato unico, al fine di stimolare il progresso culturale, la creatività e gli investimenti nel suo sfruttamento economico – è collegato in modo univoco alle opportunità offerte dal nuovo contesto tecnologico dell'economia digitale. Sull'obiettivo dell'attuazione di un *digital single market* per i prodotti culturali attraverso una modernizzazione della disciplina del diritto d'autore v. già peraltro la comunicazione della COMMISSIONE EUROPEA del 6 maggio 2015 intitolata *Strategia per il mercato unico digitale in Europa*, COM(2015) 192 final, 7 s.; sugli ostacoli al raggiungimento di questo obiettivo derivanti dall'assetto attuale della regolazione dei rapporti contrattuali tra autori, artisti ed impresa culturale v. il *Commission staff working document*, con il quale il 14 settembre 2016 la Commissione Europea ha accompagnato la proposta della futura direttiva 790/2019, intitolato *Impact Assessment on the modernization of EU copyright rules*, SWD(2016) 301 final, 174 ss.; sul tema dell'attuazione del *digital single market* mediante la direttiva 790/2019 v. più in generale G.M. RUOTOLO, *A Season in the Abyss. Il nuovo copyright UE tra libertà di informazione, diritti fondamentali e mercato unico digitale*, ne *Il diritto dell'Unione Europea* 2019, 367 ss.

traente ritenuto più debole. Nell'attuare queste misure il legislatore nazionale si troverà pertanto a fronteggiare i dilemmi classici che pongono gli assetti normativi di stampo paternalistico: dai quali rischiano di discendere ostacoli al buon funzionamento del mercato ed altri costi sociali più intensi dei benefici apportati al soggetto debole che si vuole proteggere.

La possibilità di attuare scelte efficienti riguardo all'attuazione delle misure di perequazione previste dalla direttiva 790/2019 passa a mio avviso dalla comprensione quanto più possibile approfondita delle ragioni di "debolezza" dell'autore e dell'artista quali controparti dell'imprenditore culturale. Al riguardo non mi pare soddisfacente l'idea che questa debolezza dipenda *soltanto* dalle differenze sul piano del potere economico (*rectius*: della disponibilità di risorse patrimoniali) e delle conseguenze che ne derivano sulla forza contrattuale dei contraenti. Piuttosto mi sembra ragionevole ritenere che la posizione tipicamente deteriore di autori ed artisti sia *anche* (e forse soprattutto) il riflesso di limitazioni rilevanti sui piani della dotazione di informazioni cruciali per negoziare con l'impresa culturale e della capacità di adottare scelte razionali per massimizzare la loro utilità, accresciute dalla complessità del nuovo mercato digitale dei prodotti e servizi culturali [17].

Tanto discende anzitutto dal fatto che l'autore e l'artista patiscono tipicamente un *deficit* di conoscenze ed esperienze professionali nonché una marcata asimmetria informativa rispetto all'impresa culturale, se è vero che al momento della stipula del contratto di cessione o licenza essi di norma non sono in grado di conoscere nel dettaglio gli aspetti tecnici ed economici delle attività di sfruttamento e dei mercati di destinazione delle loro opere o *performance*, in quanto sono portatori di competenze ed abilità assai

[17] Al paragrafo 1 abbiamo visto che le misure di perequazione previste dalla direttiva 790/2019 nascono ragionevolmente dall'esigenza di governare sopravvenienze repentine nell'ambito dei rapporti contrattuali tra autori, artisti ed impresa culturale, tra le quali soprattutto il successo commerciale dell'opera o della *performance* oltre le previsioni delle parti, in ragione della moltiplicazione delle opportunità di loro sfruttamento offerte dalle nuove tecnologie che presiedono al funzionamento del mercato digitale. E tuttavia è ragionevole concludere che ove l'autore e l'artista non patissero rilevanti asimmetrie informative e limitazioni cognitive saprebbero tipicamente disciplinare per via contrattuale questi eventi non prevedibili, assoggettandoli a meccanismi di adeguamento o rinegoziazione in grado di preservare i loro interessi economici, senza necessità di interventi paternalistici da parte del legislatore. Meno credibile mi pare invece l'idea che l'autore e l'artista patiscano un'asimmetria strutturale di potere contrattuale già nella fase iniziale del rapporto con l'impresa culturale, dal momento che il meccanismo del mercato ed il conseguente pluralismo della domanda dei diritti sulle opere e *performance* – in assenza di limitazioni cognitive o informative – potrebbero consentire ai loro titolari originari di negoziare in posizione di equilibrio.

distanti rispetto a quelle di natura propriamente imprenditoriale [18].

Procedendo sulla base delle tecniche analitiche dell'economia comportamentale mi pare allora ragionevole ipotizzare che questa posizione asimmetrica possa esporre l'autore e l'artista a vari tipi di limitazioni e pregiudizi cognitivi, capaci di provocare scelte negoziali non razionalmente orientate a massimizzarne l'utilità attesa [19], in uno scenario nel quale la prevedibilità di questi *cognitive biases* stimola ragionevolmente la loro controparte contrattuale a sfruttarli, per ricavarne assetti contrattuali più favorevoli [20].

Al riguardo non pare ad esempio improbabile che la scarsa conoscenza dei processi industriali e del mercato dei prodotti e servizi culturali possa indurre l'autore e l'artista chiamati a negoziare cessioni o licenze a patire (e l'impren-

---

[18] Su questa asimmetria di posizioni, quale causa principale dello squilibrio di potere contrattuale tra autori, artisti ed impresa culturale nonché fattore di fallimento del mercato dei diritti su opere e *performance*, v. qualche riferimento in COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), 176.

[19] È noto che il modello teorico di *decision making under risk* più tradizionale (cd. "*rational choice theory*") – fondato sul paradigma dell'*homo oemoconomicus*, inteso come l'agente sempre orientato al compimento di scelte (razionali: e più precisamente ad assumere decisioni) che massimizzino l'utilità attesa, in quanto in grado di esprimere preferenze invariabili, elaborate in condizioni di informazione piena o comunque sufficiente a prevedere gli esiti del proprio agire, riflettenti in modo accurato il bilancio costi/benefici rispetto alla sua utilità (su questo modello v. per tutti il classico studio di J. VON NEUMANN, O. MORGENSTERN, *Theory of games and economic behavior*[3], Princeton University Press, Princeton, 1953, 15 ss.) – è stato messo ampiamente in crisi da una serie poderosa di elaborazioni critiche, tra le quali negli ultimi decenni hanno avuto un rilievo particolare gli studi generati dall'intersezione tra psicologia cognitiva ed economia comportamentale (sviluppati a partire dal celebre saggio di A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*, in *Econometrica* 1979, 263 ss.): dai quali è emerso un tentativo articolato di elaborare un nuovo paradigma (c.d. *behavioral* o comportamentista), che basandosi anche su analisi di carattere empirico mira a dimostrare la presenza tipica nell'agire umano di limitazioni cognitive (cd. *cognitive biases*) generatrici di comportamenti marcatamente devianti rispetto a scelte razionalmente orientate a massimizzare l'utilità attesa.

[20] Sul fatto che l'operatore del mercato con maggiori dotazioni cognitive ed informative, in quanto naturalmente orientato a massimizzare la propria utilità, non possa rinunciare a sfruttare i limiti delle proprie controparti contrattuali per manipolarne (il contesto decisionale, e dunque) le preferenze e le conseguenti scelte commerciali v. J.D. HANSON, D.A. KYSAR, *Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation*, in *New York University Law Review*, 1999, 191 ss., che procedendo da alcuni assunti elaborati nell'ambito della *behavioral economics* qualificano *la market manipulation* – intesa come la tendenza di chi ha il controllo del *decision making context* ad influenzare le percezioni del *decision maker*, per sfruttarne a proprio vantaggio i limiti e pregiudizi cognitivi – come un caso di vera e propria *market failure*, dalla quale discende un ostacolo al funzionamento ottimale del libero gioco del mercato, con necessità di correzioni regolatorie di stampo paternalistico.

ditore culturale a provocare ai loro danni) *framing effects*, generabili da modalità di presentazione dei termini della scelta in grado di incidere sul comportamento negoziale del contraente meno consapevole ed informato [21]. Né pare irragionevole ipotizzare che per le medesime ragioni autori ed artisti possano essere esposti al *confirmatory bias*, dal quale si ritiene discendere la tendenza a sopravvalutare le evidenze favorevoli alle (ed a sottovalutare quelle contrastanti con le) proprie tesi o convinzioni personali, e più in generale possano ricorrere alle varie forme di *motivated reasoning*, che inducono tipicamente il *decision maker* ad argomentare *a posteriori* l'esistenza di un fondamento razionale per decisioni assunte sulla scorta di impulsi irrazionali, basate tipicamente sulla prima impressione che egli si forma riguardo ai termini della scelta [22]. Né ovviamente autori ed artisti possono ritenersi immuni dall'incidenza di fattori istintivi ed emozionali che ne alterino la percezione del rischio [23]: se solo consideriamo l'*appeal* esercitabile dall'idea della pubblicazione dell'opera o *performance* e dalla conseguente *chance* di notorietà, che potrà tipicamente indurli a sottovalutare la cura dei termini economici dell'accordo.

Ugualmente non pare fuori luogo immaginare che le scelte negoziali dell'autore e dell'artista possano essere condizionate dall'operare dello *status quo bias*, a causa del quale si ritiene che il *decision maker* – specialmente se in posizione di minore potere economico rispetto alla controparte – tenda ad optare *a priori* per scelte che garantiscano la posizione di partenza, con avversione alle perdite maggiore della propensione ai guadagni, nonché con il rischio

[21] La teorizzazione del fatto che le preferenze del *decision maker* variano a seconda del modo di rappresentare le scelte a disposizione è uno degli apporti più significativi della riflessione di A. TVERSKY e D. KAHNEMAN, dei quali v. *The Framing Decision and the Psychology of Choice*, in *Science* 1981, 453 ss., ove anche l'illustrazione del celebre *test* sull'*Asian desease*, che mediante quattro formulazioni differenziate del medesimo risultato quantitativo ha indotto i rispondenti a scelte tra loro irrazionalmente differenziate.

[22] Per una rassegna degli esiti degli studi di psicologia cognitiva sul *confirmatory bias* e più in generale sul *motivated reasoning* v. J.D. HANSON, D.A. KYSAR, (nt. 20), 116-124. E v. anche le riflessioni di C. JOLLS, C.R. SUNSTEIN, R.H. THALER, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review* 1998, 1523 ss. sugli effetti similari che essi ritengono generati dal c.d. *hindsight bias*, dal quale discende la tendenza del *decision maker* (a ragionare "con il senno di poi", e dunque) a stimare probabile un evento in ragione del fatto che è già accaduto in passato.

[23] Sul fatto che la nozione stessa di rischio, in quanto elaborata dall'uomo per fronteggiare al meglio cambiamenti dagli esiti ignoti e potenzialmente pregiudizievoli, sia condizionata in modo ineliminabile da fattori emozionali v. P. SLOVIC, *Perception of Risk*, in *Science* 1987, 280-285.

conseguente di pregiudicare in modo rilevante le proprie *chances* di profitto [24], ad esempio quando vi sia da scegliere tra vecchi e nuovi *partner* imprenditoriali, modelli di *business* o formule negoziali. Né la scarsa esperienza nelle vicende dello sfruttamento economico di opere e *performance* pare poter preservare autori ed artisti dalla tendenza irrazionale a scegliere *a priori* le opzioni che garantiscano benefici immediati o ritardino la sopportazione di possibili conseguenze negative [25]; ovvero dalla convinzione eccessivamente ottimistica di poter fronteggiare qualsiasi problema cognitivo e compiere correttamente ogni genere di previsione o elaborazione statistica [26]; oppure dalla tendenza spesso dannosa a rimandare l'assunzione di decisioni potenzialmente foriere di conseguenze vantaggiose, sulla base della convinzione erronea di conservare la possibilità di assumerle in futuro [27].

Se queste sono le possibili ragioni della posizione di debolezza nella quale versano autori ed artisti occorre capire come trarne indicazioni per strutturare le misure di perequazione mirate a riequilibrare i rapporti contrattuali con l'impresa culturale. Al riguardo merita di essere ricordato un filone di studi di taglio economico-politico dal quale emerge che in presenza di problemi di *decision making under risk* generati da asimmetrie informative e *cognitive biases* esistono diversi modi di attuare la protezione paternalistica del contraente debole, generatori a loro volta di impatti differenti sulle dinamiche degli interessi individuali e collettivi che ne vengono incisi: con benefici e costi sociali altrettanto differenziati [28], nonché esiti eterogenei sul piano degli spazi lasciati alla

---

[24] Sullo *status quo bias* v. D. KAHNEMAN, J.L. KNETSCH, R.H. THALER, *Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 1991, 193 ss. Per una rilettura critica delle teorizzazioni sullo *status quo bias* proposte dall'approccio *behavioral* v. peraltro R. POSNER, *Rational Choice, Behavioral Economics and the Law*, in *Stanford Law Review* 1998, 1564-1567, che partendo dai medesimi dati empirici offre una spiegazione alternativa sulla base del paradigma neoclassico e della teoria dei giochi.

[25] Su queste deviazioni rispetto al modello comportamentale a razionalità piena v. ad esempio C. JOLLS, C.R. SUNSTEIN, R.H. THALER, (nt. 22), 1479, i quali le classificano tra i problemi di *bounded willpower*.

[26] Sulla tendenza umana alla cd. *overconfidence*, alimentata dalla sottostima del pericolo di patire personalmente eventi negativi, dall'assolutizzazione di mere esperienze personali e dall'illusione di poter controllare i fattori di rischio, v. A. TVERSKY, D., KAHNEMAN, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, 1129; C. JOLLS, C.R., SUNSTEIN, R.H. THALER, (nt. 22), 1524.

[27] Sulla cd. *procrastination* v. T. O'DONOGHUE, M. RABIN, *Choice and Procrastination*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 121 ss, che ne rilevano il carattere più pronunciato in relazione al crescere dell'importanza delle decisioni da assumere.

[28] Sul tema v. C. CAMERER, S. ISSACHAROFF, G. LOEWENSTEIN, T. O'DONOGHUE, M. RABIN,

libertà di autodeterminazione degli attori del mercato, che pure è un valore da preservare quanto più possibile [29].

In questa prospettiva gli interventi normativi di ispirazione paternalistica possono essere orientati lungo una linea che procede dalle misure maggiormente cogenti e limitative della libertà negoziale (c.d. *hard paternalism*) per giungere – all'estremo opposto – a forme di regolazione che mirano (non tanto ad imporre, quanto) meramente ad incentivare l'adozione di assetti equilibrati (c.d. *soft paternalism*), passando per tecniche di protezione del contraente debole che si collocano lungo lo spazio mediano tra i due poli ora ricordati. In ragione del suo modo di attuazione ognuna di queste opzioni può generare d'altro canto misure variabili di adempimenti burocratici ed altre prestazioni imposte a carico dell'uno o dell'altro contraente.

In questo scenario mi pare meritevole di particolare considerazione un'impostazione che raccomanda di selezionare la tecnica paternalistica da utilizzare cercando di beneficiare quanto più possibile l'utilità ed il benessere collettivi: secondo criteri di scelta che in ragione delle dinamiche prevedibili tra gli interessi antagonisti preferiscano la soluzione che massimizza la somma algebrica tra i benefici apportati al soggetto debole (nel nostro caso: autori ed artisti in posizione deteriore rispetto alla controparte) ed i costi generati dalla sua implementazione a carico degli altri attori del mercato (imprenditori culturali, autori ed artisti in posizione di equilibrio rispetto alla controparte [30]) [31], sulla

Regulation for Conservatives; Behavioral Economics and the Case for "Asymmetric Paternalism", in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 1211 ss.

[29] V. al riguardo le riflessioni di C.R. SUNSTEIN, R.H. THALER, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, in *The University of Chicago Law Review*, 2003, 1159 ss.

[30] Al riguardo pare evidente che gli autori ed artisti più consapevoli e capaci di gestire in modo efficiente e razionale la contrattazione con l'impresa culturale sono portatori di un interesse ad una regolazione pubblica del rapporto meno incisiva sull'autonomia privata, in quanto l'imposizione alla loro controparte di rigidi limiti negoziali o costosi adempimenti burocratici può limitare le risorse (*rectius*: il margine atteso dallo sfruttamento professionale dell'opera o della *performance*) da redistribuire tra i contraenti.

[31] V. al riguardo l'approccio – definito con formula felice "paternalismo asimmetrico" – proposto da C. CAMERER, S. ISSACHAROFF, G. LOEWENSTEIN, T. O'DONOGHUE, M. RABIN, (nt. 28), 1211 ss., i quali teorizzano l'inevitabilità di una correzione di stampo paternalistico agli errori di *decision making* evidenziati dagli studi di *behavioral economics* (e dunque: la necessità di un intervento regolatorio a protezione di individui stimati non in grado di assumere decisioni capaci di massimizzare la propria utilità), ma tra le possibili tecniche correttive propongono di preferire quelle ad effetti cd. "asimmetrici", in quanto idonee a procurare ai soggetti affetti da pregiudizi cognitivi benefici maggiori della somma tra gli incrementi dei costi generati dalla loro implementazione a carico degli imprenditori (anche in forma di riduzione dei profitti) e rispettivamente dei contraenti teoricamente deboli che operano tuttavia con raziona-

scorta di un bilanciamento che dovrà contabilizzare anche l'impatto delle diverse misure sulla libertà di autodeterminazione individuale [32].

Nelle pagine che seguono l'analisi dei diversi istituti ad ispirazione paternalistica introdotti dalla direttiva 790/2019 prenderà spunto da queste tecniche analitiche per esaminare i vincoli posti dal legislatore euro-unitario e le possibili modalità di sfruttamento degli spazi di discrezionalità lasciati ai legislatori

---

lità piena. Tra queste tecniche gli autori citati annoverano, secondo una scala decrescente per efficacia "asimmetrica" e crescente per intensità dei costi generati, 1) la previsione di regole di *default* che senza limitare la libertà d'azione dei soggetti più attivi e consapevoli proteggano i contraenti deboli (*biased*, tra i quali specialmente quelli) resi inattivi dallo *status quo bias*; 2) l'imposizione alla parte contrattuale più esperta ed informata di obblighi informativi a beneficio della sua controparte, per contrastare effetti di *framing* mirati ad indurre scelte irrazionali, e stimolare più in generale comportamenti di consumo maggiormente consapevoli; 3) l'attribuzione al contraente debole della possibilità di rimeditare decisioni che potrebbero essere state assunte sotto l'effetto di fattori emozionali, fissando un periodo di tempo limitato (cd. *cooling-off period*) durante il quale poter esercitare un diritto unilaterale di recesso (*ius poenitendi*) oppure (all'opposto) dover sottostare ad un divieto di compiere determinati atti giuridicamente rilevanti; 4) la fissazione di limiti alla possibilità per il contraente debole di assumere decisioni potenzialmente dannose. Resta peraltro da dire che secondo gli autori citati non sempre le misure di *soft paternalism* (quali in particolare le regole di *default* e la *disclosure regulation*) si rivelano le più efficienti, in quanto lasciando maggiore spazio all'autodeterminazione dei singoli richiedono spesso sforzi organizzativi più intensi (e dunque: maggiori costi) per la loro attuazione, cosicché in alcuni casi le dinamiche concrete degli interessi antagonisti possono suggerire la maggiore efficienza di misure di *hard paternalism* (ad esempio, limiti e divieti di attività), assai più pregiudizievoli della libertà negoziale, ma tipicamente generatrici di minori adempimenti burocratici.

[32] V. a questo proposito C.R. SUNSTEIN, R.H. THALER, (nt. 29), 1159 ss., i quali propongono un approccio (cd. "paternalismo libertario") che procede dalla presa d'atto dell'inevitabilità degli interventi regolatori di stampo paternalistico per riequilibrare categorie di rapporti stabilmente caratterizzate da significative dotazioni asimmetriche, ma prevede di limitarne quanto più possibile l'impatto sulla libertà di scelta del consumatore (per un taglio più divulgativo ed alcuni approfondimenti v. anche C.R. SUNSTEIN, R.H. THALER, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, New Haven 2008, consultato nella traduzione italiana *Nudge. La spinta gentile*, Feltrinelli, Milano, 2009; nonché C.R. SUNSTEIN, *Why Nudge ? The Politics of Libertarian Paternalism*, Yale University Press, New Haven, 2014, ove gli autori citati sviluppano la proposta di un paternalismo dei mezzi contrapposto al paternalismo dei fini, incentrata sul ricorso a tecniche normative di *nudging*, intese come *soft incentives* per indurre il *decision maker* a comportamenti efficienti senza sacrificarne la libertà di scelta.

Per un approccio che propone di integrare strategie tradizionali di *hard paternalism*, *nudging* e tecniche di *operational empowerment* (basato a sua volta su *tools* normativi mirati ad incrementare le abilità cognitive del soggetto debole, al fine di potenziarne la capacità di sviluppare strategie decisionali adeguate) v. infine F. DI PORTO, N. RANGONE, *Cognitive-based regulation: new challenges for regulators ?*, in *Federalismi.it*, n. 20/2013, 11 ss.

nazionali [33], tenendo conto dell'esigenza di raccordare le nuove regole con un tessuto normativo già trapuntato da misure a tutela dell'autore e dell'artista.

4. *Il principio di remunerazione adeguata e proporzionata.*

Un primo intervento articolato ha riguardato il riequilibrio dei rapporti economici tra gli autori, gli artisti e rispettivamente gli imprenditori culturali che utilizzano a vario titolo le loro opere o *performance*, per il caso che i primi scelgano (come avviene tipicamente) di non sfruttare in via diretta gli esiti del loro lavoro creativo o artistico, preferendo cedere i relativi diritti d'autore o connessi ovvero concedere in licenza il loro sfruttamento ad operatori professionali del mercato dei prodotti culturali.

Nella fattispecie ora illustrata l'art. 18, par. 1, direttiva 790/2019 rivolge ai legislatori nazionali l'indicazione di principio in base alla quale agli autori ed artisti che abbiano scelto di demandare all'impresa culturale lo sfruttamento economico delle loro opere o *performance* occorre garantire «il diritto di ricevere una remunerazione adeguata e proporzionata», collocandola in una partizione normativa teleologicamente destinata a «garantire il buon funzionamento del mercato per il diritto d'autore» [34].

Evidente è la natura paternalistica di questa previsione, con la quale il legislatore dichiara di voler istituire un regime protetto per i "soggetti deboli" autori ed artisti [35], che nel funzionamento del mercato dei prodotti culturali vengono in parte sottratti alle dinamiche generate dalla libera contrattazione, mediante la "garanzia" di una remunerazione che deve essere «adeguata e proporzionata»: a differenza degli altri attori del medesimo mercato – quali gli

[33] Questa chiave di lettura pare giustificata anche dal fatto che i lavori preparatori della direttiva 790/2019 non sembrano essere stati impermeabili rispetto alle tecniche di *cognitive-based regulation* predicate dal paradigma *behavioral* [sulle quali v. F. DI PORTO, N. RANGONE, (nt. 32), 3 ss.], come si ricava dal *regulatory impact assessment* contenuto da COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), che contiene ampi riferimenti al tema dell'asimmetria di dotazioni informative tra l'autore o l'artista e rispettivamente gli utilizzatori professionali delle loro opere o *performance*.

[34] Così testualmente la rubrica del titolo IV della direttiva 790/2019. Sul rilievo sistematico che assume la garanzia per autori ed artisti di ricevere un «compenso adeguato» v. già d'altro canto il considerando 10 direttiva 29/2001, che ne enfatizza il rilievo quale incentivo primario per il loro sforzo artistico-creativo.

[35] Per questa indicazione politico-giuridica v. espressamente il considerando 72 della direttiva 790/2019.

imprenditori utilizzatori "diretti" (in quanto acquirenti o licenziatari) dei loro diritti o rispettivamente "secondari" delle loro opere o prestazioni [36], il pubblico che acquista i prodotti culturali – che rimangono esposti integralmente all'operare del meccanismo dei prezzi.

La protezione così garantita all'autore ed all'artista introduce simmetricamente una limitazione operativa (in forma di costi da sopportare, anche sul piano organizzativo) per gli imprenditori culturali, siano essi utilizzatori diretti o secondari di opere o *performance*. E genera per tutti una riduzione dell'autonomia negoziale, modulabile tuttavia dagli stati membri a loro discrezione, mediante «meccanismi di vario tipo», che devono tenere conto «del principio della libertà contrattuale e di un giusto equilibrio tra diritti e interessi» (art. 18, par. 2).

Questo spazio di discrezionalità riservato ai legislatori nazionali trova peraltro una giustificazione nell'esperienza pregressa, dalla quale emerge che la "garanzia" della remunerazione adeguata e proporzionata può essere data con modalità diverse. Volendone dare una rappresentazione schematica il catalogo delle misure di perequazione già note o comunque astrattamente disponibili può essere scomposto per convenzione nelle due categorie degli interventi di perequazione *ex ante* e rispettivamente *ex post*.

Hanno natura *ex ante* le misure normative che predeterminano tutti o gran parte degli elementi rilevanti della perequazione prima ancora dell'avvio dello sfruttamento dell'opera o della *performance* artistica, sottraendoli alla libera negoziazione delle parti e lasciando agli aventi diritto il solo compito di riscuotere la remunerazione aggiuntiva, salvo che anch'esso sia gestito in modo collettivo mediante affidamento a *collecting societies*. Rientrano in questa categoria le misure che attribuiscono ad autori ed artisti il diritto irrinunciabile a percepire un'integrazione del corrispettivo per cessione o licenza considerato inadeguato, determinata in base a meccanismi che non richiedano l'attivazione negoziale del soggetto debole del rapporto, sostituita dall'attribuzione della competenza a stabilire il *quantum* del compenso aggiuntivo ad una pubblica autorità oppure alla contrattazione collettiva, secondo uno schema – noto anche alla nostra esperienza, seppure in ambiti ristretti [37] – che trova un'appli-

[36] Sulla nozione di "utilizzatore secondario" adottata per convenzione in questo saggio al fine di individuare l'imprenditore culturale che utilizza professionalmente opere e *performance* senza avere un rapporto diretto con autori ed artisti v. *amplius* i paragrafi 6 ed 8.

[37] Nell'ordinamento euro-unitario un meccanismo perequativo di questo genere è previsto dall'art. 3 parr. 2 *ter*-2 *quinquies* direttiva 116/2006, come modificato dall'art. 1 direttiva 77/2011, in tema di remunerazione supplementare dovuta agli artisti dai produttori fonografici dopo il cinquantesimo anno di pubblicazione del fonogramma. Per l'attuazione di queste previ-

cazione generalizzata nel § 32 dello *Urheberrechtsgesetz* tedesco [38].

Queste tecniche di *hard paternalism* attuano in astratto un livello elevato di protezione del soggetto debole dello scambio, ma comprimono al massimo grado la libertà negoziale sua e dei suoi contraenti, gravati stabilmente ed indefettibilmente di un costo aggiuntivo: che ha natura variabile qualora la misura sia calibrata sulla quantità oppure sull'andamento economico dello sfruttamento dell'opera, ad esempio in proporzione ai relativi ricavi o profitti; ed ha invece natura di costo fisso quando il compenso sia determinato in modo forfetario. Non sempre agevole è d'altro canto il bilancio dei costi di transazione gravanti sui soggetti in campo, in quanto l'efficienza generata dalla negoziazione ovvero dalla riscossione accentrata può essere controbilanciata dalla loro gestione burocratica (ove presente) ad opera delle associazioni di categoria o delle *collecting societies*, che può creare una discrepanza tra i pesi complessivamente sopportati dall'utilizzatore ed i benefici che ne rivengono al

sioni nel nostro paese v. l'art. 84 *bis* l.aut. Un meccanismo analogo è previsto dall'art. 5 direttiva 115/2006 in materia di noleggio di fonogrammi o audiovisivi, attuato in Italia dall'art. 18 *bis*, quarto comma, l.aut. Natura *ex ante* ha pure l'articolato meccanismo di perequazione previsto dagli artt. 1 direttiva 84/2001 e 144 ss. l.aut., che riserva all'autore delle opere delle arti figurative il diritto irrinunciabile ad un compenso proporzionato al prezzo di ogni vendita degli originali successiva alla prima cessione (cd. *droit de suite*), dovuto secondo misure percentuali predeterminate *ex lege* e riscosso (nella variante italiana) da società di gestione collettiva. Sull'omogeneità di questa misura – che pure riguarda a rigore la fortuna commerciale dell'esemplare unico dell'opera delle arti figurative – rispetto alle altre misure di perequazione qui esaminate v. *infra* nt. 88.

Pur prive di base euro-unitaria hanno infine natura *ex ante* anche le misure *ex* artt. 46 *bis* ed 84 l.aut., che a fronte dell'utilizzazione diretta o secondaria delle opere cinematografiche o audiovisive riservano ad autori ed artisti il diritto irrinunciabile ad un equo compenso, da determinarsi nel *quantum* sulla base di accordi economici collettivi tra associazioni sindacali, ovvero mediante una procedura arbitrale, pure collettiva, regolata *ex lege*.

[38] Seppure con qualche contemperamento significativo a favore dell'autonomia privata la tutela dell'autore prevista dal § 32 dello *Urheberrechtsgesetz* tedesco del 9 settembre 1965 (di seguito: "UrhG") obbedisce ad una logica *ex ante*. In particolare all'autore che conceda a terzi le facoltà di sfruttamento dell'opera (*Nutzungsrechte*) è attribuito il diritto irrinunciabile di pretendere una remunerazione adeguata (*angemessene Vergütung*), da considerarsi tale solo a condizione che essa non sia inferiore alla misura prevista da accordi collettivi (le *gemeinsame Vergütung*sregeln previste dal § 36) ovvero al *minimum* determinato dalle pratiche di mercato (§ 32.2), ormai oggetto di una minuta tipizzazione per via giurisprudenziale, sulla quale v. ampiamente G. SCHRICKER, in *Urheberrecht - Kommentar* diretto da G. SCHRICKER, C.H. Beck, München, 2006, 691 ss.; nonché P. FABBIO, *Il diritto del creativo ad una remunerazione adeguata e proporzionata nella Direttiva Digital Copyright*, in *AIDA*, 2019, 103 s. Questa tutela *ex ante* si combina poi con la perequazione garantita *ex post* dal § 32a UrhG, sul quale v. *infra* nt. 38. In base al § 79 *Abs*. 2a UrhG il regime ora ricordato è infine esteso agli artisti interpreti o esecutori.

singolo autore o artista, anche in ragione della difficoltà di negoziare ovvero ripartire il compenso in modo proporzionato rispetto ai meriti di ognuno degli aventi diritto.

Rientrano invece tra le misure *ex post* gli interventi che lasciano alla negoziazione *inter partes* ed eventualmente al successivo controllo giudiziale il compito di definire una parte rilevante degli elementi della perequazione: secondo varianti che possono ad esempio contemplare la previsione di obblighi legali – derogabili o meno dall'autonomia privata – di rinegoziazione ed adeguamento della parte economica del contratto, in ragione del *quantum* dell'utilizzazione o dell'andamento dello sfruttamento di opere o *performance*[39].

[39] A questa logica mi pare ispirato l'articolato sistema previsto dal *Code de la propriété intellectuelle* francese (*loi* n. 92-597 dell'1 luglio 1992, di seguito "CPI"), nel quale trovano spazio il principio generale che obbliga il cessionario a garantire all'autore una "*participation proportionnelle*" ai ricavi ("*recettes*") dello sfruttamento dell'opera (art. L. 131-4, alinéa 1), priva tuttavia di qualsiasi determinazione quantitativa, nonché la possibilità di pattuire compensi *à forfait* per una serie di casi tassativi (art. L. 131-4, alinéa 2), nei quali all'autore è tuttavia attribuito il diritto di ottenere l'adeguamento della remunerazione originariamente stabilita, qualora dimostri di aver subito un pregiudizio pari ad almeno 7/12 (art. L. 131-5). Sul carattere potenzialmente contraddittorio di questo schema remunerativo, che può garantire in concreto una protezione più intensa del contraente debole nel caso di compenso forfetario, mentre non impedisce la possibilità di pattuire validamente misure minime di partecipazione proporzionale ai ricavi dell'impresa culturale, v. A. LUCAS, H.J. LUCAS, *Traité de la propriété littéraire et artistique*, Litec, Paris, 2006, 462, 473 secondo i quali tuttavia occorre apprezzarne l'aspetto simbolico, che nell'associare l'autore alla fortuna commerciale dell'opera risulterebbe conforme alla "*tradition personalliste*" del *droit d'auteur* francese. Nell'esperienza applicativa la garanzia degli interessi dell'autore è stata poi attuata soprattutto con l'elaborazione di principi giurisprudenziali in materia di base di calcolo della *rémunération proportionnelle* [per una casistica dettagliata v. ancora A. LUCAS, H.J. LUCAS, cit., 465 s.].

Natura *ex post* ha anche il meccanismo che in base al § 32a UrhG prevede per l'autore il diritto ad ottenere l'adeguamento del contratto mediante la previsione di una partecipazione aggiuntiva ("*weitere Beteiligung*") in caso di vistosa sproporzione ("*auffällige Missverhältnis*") tra la remunerazione originariamente concordata ed i proventi o altri benefici conseguiti dall'utilizzatore a seguito dello sfruttamento dell'opera.

Un censimento sintetico di previsioni normative che prevedono meccanismi di adeguamento *ex post* dei compensi di autori o artisti nei paesi membri dell'UE si legge nell'*Annex* 14D a COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), ove emerge che questo genere di misure – definito dal *Commission staff working document*, (nt. 16), 181, come "*best-seller clause*" – è previsto (oltre che in Francia e Repubblica Federale Tedesca) anche in Belgio, Croazia, Finlandia, Olanda, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovenia, Spagna, Ungheria.

Tra le misure *ex post* rientra infine l'art. 130 l.aut., che nel prevedere per l'autore la mera garanzia generica di un compenso a partecipazione demanda al successivo controllo giudiziale l'effettività dell'equilibrio pattuito originariamente tra le parti.

A prima vista questa seconda categoria di misure pare attuare una protezione paternalistica meno intensa del soggetto debole dello scambio, in quanto conserva uno spazio più ampio per l'autonomia negoziale: lasciando alle parti il compito di trovare una composizione equilibrata delle loro rispettive pretese ed aspettative, con l'obiettivo di prevenire future liti; e gravando il contraente insoddisfatto (dunque: più facilmente l'autore o l'artista) dell'onere di avviare la verifica giudiziale dell'adeguatezza della propria posizione economica. Anche il governo dei costi di transazione è lasciato alle parti, che possono contenerli mediante una negoziazione di meccanismi di riequilibrio reciprocamente satisfattivi. Oppure possono incrementarli in modo significativo, qualora confliggano stabilmente sulle modalità di definizione della soluzione perequativa.

L'ampia varietà delle tecniche di riequilibrio del rapporto contrattuale (disponibili in astratto, e) sin qui sperimentate nei vari paesi dell'area eurounitaria suggerisce *prima facie* un'esigenza di flessibilità, determinata anche dal fatto che le diverse modalità di utilizzazione dell'opera o della *performance* obbediscono a logiche eterogenee, esaltate ulteriormente dalle differenze di caratteristiche tra i generi creativi ed artistici: in uno scenario che vede variare di volta in volta le dinamiche degli interessi antagonisti, con asimmetrie diversificate di potere contrattuale, nonché misure ineguali di costi transattivi da fronteggiare.

Questa esigenza di flessibilità è stata ben percepita dal legislatore eurounitario, che ha scelto la strada dell'armonizzazione minima, limitandosi ad imporre agli stati membri di obbligare l'imprenditore culturale a sottostare inderogabilmente al meccanismo di adeguamento *ex post* previsto dall'art. 20 direttiva 790/2019, assistito strumentalmente dall'operare dell'obbligo di trasparenza *ex* art. 19 [40]; e lasciando ai legislatori nazionali ampia discrezionalità nell'attuare il canone generale stabilito previsto dall'art. 18, con possibilità di differenziarne le misure di implementazione per generi di opere o *performance* e forme di loro utilizzazione, adottando a tal fine i già ricordati «meccanismi di vario tipo».

Questa libertà dei mezzi è tuttavia preordinata ad un fine ineludibile, costituito dalla "garanzia" *ex* art. 18 che autori ed artisti ricevano una remunerazione quanto meno «adeguata e proporzionata», secondo un'indicazione specificata più a fondo dal considerando 73. Ivi si ricava in particolare che l'adeguatezza e la proporzionalità devono essere apprezzate in relazione al

[40] V. al riguardo l'art. 23 par. 1 direttiva 790/2019, che impone agli stati membri di disporre l'inderogabilità delle sole misure nazionali di implementazione degli artt. 19 e 20.

«valore economico effettivo o potenziale dei diritti concessi in licenza o trasferiti», a sua volta determinabile in base ad una serie di elementi espressamente nominati, quali a) la misura del «contributo dell'autore o dell'artista», nonché b) «tutte le altre circostanze del caso», tra cui «le pratiche di mercato o lo sfruttamento effettivo dell'opera».

Quanto alle tecniche della perequazione il considerando 73 conferma l'ampia discrezionalità garantita agli stati membri, in quanto prefigura la possibilità di integrare i meccanismi esistenti con misure di nuova concezione, facendo eventualmente ricorso alla contrattazione collettiva. Ed evoca anche la possibilità di derogare al principio di proporzionalità diretta – dunque, basata su una percentuale dei proventi dello sfruttamento dell'opera o della *performance* – tra «valore economico» dei diritti d'autore o connessi e misura della remunerazione, autorizzando l'adozione di meccanismi forfetari per «casi specifici», sulla scorta di un'indicazione che non impone (seppure consiglia) ai legislatori nazionali di predisporre un catalogo di fattispecie predeterminate nelle quali circoscrivere la possibilità di compensi *una tantum*, le quali costituiranno d'altro canto un ambito naturale ove applicare il meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 direttiva 790/2019 [41].

Per il resto l'elasticità della formula che rimanda ad "adeguatezza" e "proporzionalità", sommata all'ampiezza semantica dei termini impiegati dal considerando 73 per specificarne il contenuto, pare legittimare i legislatori nazionali a selezionare gli interventi di perequazione nell'ambito di una gamma amplissima, nella quale potranno rientrare misure calibrate sul risultato generato dall'uso della risorsa protetta (evocato dal riferimento al «valore econo-

[41] In ragione del mancato richiamo dell'art. 18 direttiva 790/2019 tra le prescrizioni che l'art. 23 par. 2 dichiara inderogabili dall'autonomia privata, nonché dell'inclusione delle prescrizioni sui compensi *à forfait* in un considerando privo di portata precettiva, i legislatori nazionali potranno infatti limitarsi a prevedere la correzione delle remunerazioni forfetarie mediante la sola misura di perequazione *ex post* prevista dall'art. 20 [sull'assenza per i legislatori nazionali dell'obbligo di limitare i casi nei quali sia adottabile la remunerazione forfetaria v. già P. FABBIO, (nt. 38), 106].

In ragione dell'elasticità delle prescrizioni ex art. 18 è comunque fatta salva la possibilità di adottare norme di attuazione più severe, che vietino e sanzionino *ex ante* con la nullità la pattuizione di compensi forfetari adottata al di fuori di un catalogo di fattispecie predeterminato *ex lege*, come prevede ad esempio l'art. L. 131-4 CPI secondo l'interpretazione giurisprudenziale prevalente [sulla quale v. A. LUCAS, H.J. LUCAS, (nt. 39), 466 ss., che danno conto del dibattito acceso sul carattere assoluto o relativo, totale o parziale, della nullità ora ricordata]. In mancanza di tale divieto l'eventuale previsione di un catalogo di fattispecie nelle quali la remunerazione forfetaria sia consentita potrebbe invece avere la funzione di segnalare alle parti il fatto che pattuire un *forfait* al di fuori dei casi ivi previsti espone più facilmente alla possibilità di essere assoggettati all'operare del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 direttiva 790/2019.

mico» dei diritti ceduti o concessi in licenza) oppure sul *quantum* dell'utilizzazione (il c.d. «sfruttamento effettivo dell'opera»), remunerazioni predeterminate dai pubblici poteri oppure negoziate per contrattazione collettiva o addirittura individualmente: secondo un disegno che sembra autorizzare tanto il ricorso a meccanismi *ex ante* connotati da *hard paternalism* quanto a misure più *soft*, attivabili *ex post* su iniziativa del soggetto debole.

Per quanto ampia, la discrezionalità così rimessa ai legislatori nazionali non è tuttavia senza confini. Oltre alla limitazione orientata verso il basso, costituita dall'adeguatezza e dalla proporzionalità della remunerazione in rapporto al «contributo dell'autore o dell'artista», essa incontra tre limiti determinati principalmente verso l'alto: dai quali discende la fissazione di una misura massima della "garanzia" a loro beneficio, che ha ragionevolmente natura di parametro di legittimità euro-unitaria degli interventi paternalistici dei legislatori nazionali, nonché delle decisioni giudiziali rese in applicazione dei meccanismi di tutela introdotti in sede di attuazione della direttiva.

Il primo limite discende dal fatto che la "garanzia" della remunerazione adeguata e proporzionata (non è un obiettivo per sé, da conseguire a qualsiasi costo, ma) risulta teleologicamente orientata al «buon funzionamento del mercato» [42], con indicazione che rimanda al fine – ormai assegnato all'intera normazione euro-unitaria in materia di diritto d'autore – costituito dall'attuazione di un mercato unico digitale, nel quale mediante l'impiego delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione sia consentito un livello elevato di libertà di circolazione commerciale degli artefatti culturali. Questo orientamento teleologico pone ragionevolmente una limitazione alla possibilità per i legislatori nazionali di garantire la posizione economica di autori ed artisti, impedendo l'adozione di meccanismi puramente solidaristici di *hard paternalism*, che calibrino ad esempio la remunerazione minima sulla sola misura dell'utilizzazione dell'opera e della *performance*, senza alcun collegamento con l'andamento del loro sfruttamento economico, né attenzione ai costi complessivi (anche burocratici) imposti all'utilizzatore: perché in tal caso la trasformazione *ex lege* del compenso aggiuntivo di autori ed artisti in un costo fisso accollerebbe d'imperio ogni rischio all'impresa culturale, con possibile disincentivazione dei suoi investimenti e conseguente pregiudizio per il dinamismo del mercato dei prodotti culturali.

Questa previsione risulta integrata e rafforzata dal secondo limite, costitui-

[42] Questa limitazione è evocata già dalla rubrica del titolo IV direttiva 790/2019, che nel riferirsi al «buon funzionamento del mercato» fa certamente riferimento al *digital single market* menzionato nell'intitolazione generale della direttiva.

to dalla prescrizione *ex* art. 18 par. 2 direttiva 790/2019 ai legislatori nazionali di tenere «conto del principio della libertà contrattuale». Anche questa indicazione pare raccomandare di evitare forme eccessive di *hard paternalism*, che per proteggere il soggetto debole dello scambio ne sacrifichino integralmente la libertà negoziale, privandolo della (o comunque limitandone radicalmente la) possibilità di articolare a propria discrezione l'ordine di preferenza nel soddisfacimento dei suoi interessi. Né qui può sfuggire che forme troppo rigide di "garanzia" della remunerazione aggiuntiva dell'autore e dell'artista potrebbero disincentivare gli investimenti imprenditoriali su opere e *performance*, mentre la libertà di negoziare una ripartizione del rischio ad essi meno favorevole (*rectius*: l'assunzione di porzioni dell'*alea* economica dell'operazione) potrebbe per contro facilitare la *chance* di ottenere la pubblicazione degli esiti del loro lavoro creativo o artistico: che può costituire oggetto di interessi personali di rilievo anche primaziale rispetto a quelli patrimoniali, oltre che rappresentare un volano fondamentale per generare future occasioni di profitto ricavabili dallo sfruttamento delle opere o *performance* successive. Molti imprenditori culturali (quali ad esempio gli editori a stampa, le case discografiche e cinematografiche, etc.) sono soliti d'altro canto investire su una pluralità di autori ed artisti, spesso espressivi di generi e stili tra loro eterogenei, con l'obiettivo di diversificare il rischio ed utilizzare gli alti profitti talvolta generati dal successo di pochi per coprire i costi della pubblicazione del lavoro dei tanti meno apprezzati. In questo scenario meccanismi di remunerazione troppo rigidi possono pertanto disincentivare queste pratiche di sussidi incrociati, inducendo l'impresa culturale a concentrare gli investimenti sul lavoro degli autori ed artisti con maggiori probabilità di successo, a scapito di quelli più "rischiosi", in quanto poco conosciuti, più innovativi oppure operanti in nicchie meno frequentate dal grande pubblico.

L'operare congiunto di queste limitazioni spiega d'altro canto la già ricordata menzione espressa che il considerando 73 rivolge alla possibilità per le parti di adottare meccanismi di remunerazione forfetaria, i quali escludono per definizione una correlazione diretta ed immediata tra il compenso di autori ed artisti ed i parametri quantitativi dello sfruttamento economico dell'opera o della *performance*. I criteri in esame aprono inoltre il campo alla possibilità di differenziare i regimi della remunerazione adeguata e proporzionata a seconda delle peculiarità del settore merceologico da regolare, consentendo ragionevolmente ai legislatori nazionali spazi di flessibilità per stimolare l'avvio o comunque il dinamismo di segmenti di mercato nei quali si rivelino più intense le esigenze di incentivo degli investimenti imprenditoriali, ovvero risulti maggiormente marcata la propensione di autori ed artisti ad assumere porzioni

di rischio in cambio della *chance* di far accedere opere e *performance* ad un pubblico più ampio.

Il terzo limite è infine costituito dal rinvio *ex* art. 18 par. 2 direttiva 790/2019 alla necessità di mantenere un «giusto equilibrio tra diritti ed interessi», secondo una clausola di chiusura che pare imporre tanto ai legislatori nazionali (in sede di attuazione delle nuove misure) quanto agli organi giudiziali (in sede di *enforcement* delle "garanzie" previste per autori ed artisti) di operare un bilanciamento in concreto tra le pretese *hinc et inde*: per evitare che l'operatività automatica dei nuovi meccanismi di perequazione generi sul piano pratico risultati eccessivamente squilibrati. E questo richiamo al bilanciamento tra gli interessi antagonisti rafforza la raccomandazione di non eccedere con misure di *hard paternalism*, dalle quali possa discendere una miope protezione aprioristica di autori ed artisti, senza alcun collegamento con le esigenze del mercato, degli utilizzatori e del pubblico dei consumatori di prodotti culturali.

5. *Il diritto all'adeguamento del contratto.*

In questo scenario di ampia devoluzione ai legislatori nazionali i limiti minimi di protezione dell'autore e dell'artista vanno ricavati specialmente dalla disciplina del meccanismo di adeguamento contrattuale *ex* art. 20 direttiva 790/2019, che l'art. 23 par. 1 configura come un *minimum* indefettibile di tutela sottratto all'autonomia negoziale. La dialettica che ne deriva vede pertanto la misura *ex* art. 20 come base ineludibile della tutela dell'autore e dell'artista, alla quale il principio generale *ex* art. 18 autorizza gli stati membri ad aggiungere ulteriori strumenti di perequazione, seppure entro i limiti della garanzia del buon funzionamento del *digital single market*, del rispetto del principio della libertà contrattuale e del giusto equilibrio tra gli interessi antagonisti. Per altro verso l'attuazione del meccanismo di adeguamento contrattuale previsto dall'art. 20 soddisfa già il livello minimo di tutela – *rectius* l'esigenza di garantire una remunerazione adeguata e proporzionata – che in base al paragrafo 1 dell'art. 18 gli stati membri devono garantire all'autore ed all'artista [43].

[43] Questa ricostruzione dei rapporti tra le previsioni *ex* artt. 18 e 20 direttiva 790/2019 non collima con quella proposta da P. FABBIO, (nt. 38), 88 ss., che procedendo dal parallelismo con i §§ 32-32a UrhG [sulla relazione tra i quali v. G. SCHRICKER, (nt. 38), 704 s.] ne ricava la funzione di integrare gli accordi tra autori, artisti ed impresa culturale all'atto della stipula della cessione o della licenza (art. 18) e rispettivamente in fase di rinegoziazione dei corrispettivi a seguito dell'emergere di una sproporzione sopravvenuta (art. 20). A ben vedere questa con-

A prima vista dal considerando 78 pare potersi ricavare l'indicazione che il meccanismo di perequazione previsto dall'art. 20 sia stato pensato dal legislatore euro-unitario per essere applicato ai contratti di durata, nei quali pertanto (i) a fronte del trasferimento a titolo definitivo dei diritti d'autore o connessi sia stata pattuita una remunerazione (non forfetaria, ma) destinata ad essere erogata in modo continuativo, oppure (ii) sia stata regolata la concessione di una licenza d'uso dell'opera e della *performance*, indipendentemente dalle modalità di remunerazione (*una tantum* oppure periodica) [44]. Mentre sembra emergere *a contrario* che la garanzia prevista dall'art. 20 non deve trovare necessariamente applicazione ai contratti di cessione dei diritti d'autore o connessi ad effetti istantanei, nei quali il corrispettivo sia stato determinato *una tantum*, in via forfetaria.

A motivazione di questa diversità di trattamento il legislatore euro-unitario si limita a rilevare che la durata tipicamente lunga dei contratti in esame offre poche opportunità di rinegoziarli pure quando «il valore economico dei diritti risulti essere notevolmente superiore a quanto inizialmente stimato», con notazione che pare non tenere conto della comunanza di questa particolare sopravvenienza – qual è precisamente la sproporzione tra il compenso pattuito e la reale fortuna commerciale dell'opera o della *performance*, sia essa prevedibile o meno [45] – anche nel caso di contratti di

trapposizione pare peraltro obliterare la complementarità e la potenzialità sinergica delle due previsioni in esame, al pari della differente portata precettiva della generica dichiarazione di principio *ex* art. 18, (non qualificata espressamente come non) derogabile dall'autonomia privata, a differenza del *minimum* indefettibile di protezione *ex* art. 20. Dai lavori preparatori pare d'altro canto trasparire ben poco riguardo all'intenzione del legislatore nel prevedere il principio generale *ex* art. 18, introdotto per la prima volta (e con *wording* poi parzialmente modificato) nella fase finale del processo legislativo, con gli emendamenti del Parlamento Europeo del 12 settembre 2018 (per una ricostruzione dell'andamento non rettilineo di questi lavori, segnato da un confronto acceso tra gli *stakeholders* su gran parte delle previsioni della futura direttiva, v. S. LAVAGNINI, *La direttiva digital copyright: evoluzione normativa e interessi in campo*, in *AIDA* 2019, 208 ss.). Sull'opportunità di introdurre nell'impianto della direttiva una tutela patrimoniale *ex ante* analoga a quella prevista dal § 32 UrhG v. peraltro le considerazioni di A. LUCAS-SCHLOETTER, *European Copyright Contract Law, A Plea for Harmonisation*, in *IIC* 2017, 897 ss., svolte a commento della proposta originaria della Commissione.

[44] V. al riguardo il riferimento ai «contratti […] di lunga durata» che si lege all'inizio del considerando 78.

[45] Incidentalmente merita rilevare che la prevedibilità dei proventi conseguibili mediante lo sfruttamento dell'opera non pare impedire l'applicabilità del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 direttiva 790/2019, come già nell'ordinamento tedesco è stabilito espressamente per l'analoga misura di perequazione dal § 32a UrhG *Abs.* 1 [sul quale v. G. SCHRICKER, (nt. 38), 703 s.].

trasferimento dei diritti che prevedano un corrispettivo *una tantum*.

Più ragionevolmente si può forse immaginare che la limitazione in esame intenda offrire alle esperienze nazionali più conservatrici la possibilità di preservare il principio dell'intangibilità del contratto, quanto meno nei casi – certamente delicati, e comunque consentiti *ex* art. 18 [46] – nei quali le parti abbiano scelto espressamente di trasferire i diritti esclusivi sulla scorta di uno schema negoziale ad esecuzione soltanto istantanea, manifestando la volontà comune di non dare vita in alcun modo ad una relazione di durata, che preveda una remunerazione periodica, da determinare in ragione dei proventi generati dallo sfruttamento dell'opera o della *performance* [47].

In varie esperienze straniere le peculiarità della relazione tra l'autore e l'impresa culturale hanno tuttavia evidenziato ormai da tempo la praticabilità di meccanismi di adeguamento del contratto applicabili anche al caso della cessione della privativa con compenso *à forfait* [48]. E d'altro canto l'ampia discrezionalità garantita dall'art. 18 direttiva 790/2019 pare consentire agli stati membri di estendere l'applicazione del meccanismo di perequazione ex art. 20 anche ai casi nei quali la sproporzione rispetto ai proventi dell'impresa culturale riguardi un corrispettivo per la cessione dei diritti pattuito *una tantum* [49].

In questo scenario sarà rimesso pertanto ai legislatori nazionali il compito di valutare se preservare uno spazio ove l'autore e l'artista possano negoziare senza vincoli l'assunzione di un rischio (qual è la rinuncia ad un compenso di-

[46] Per la possibilità *ex* art. 18 direttiva 790/2019 di prevedere compensi forfetari cfr. il considerando 73, sul quale v. *supra* il paragrafo 4.

[47] Sul fatto che le patologie funzionali legate all'emergere di sopravvenienze impreviste ed i rimedi immaginati per fronteggiarle sono tipici dei contratti di durata, quali vincoli a carattere relazionale ed incompleto, naturalmente vocati a massimizzare l'utilità congiunta dei contraenti in una prospettiva diacronica, v. M. GRANIERI, *Il tempo e il contratto*, Giuffré, Milano, 2007, 251 ss.

[48] Basterà qui ricordare che il meccanismo di revisione del compenso dell'autore previsto dall'art. L. 131-5 CPI è riservato ai soli casi di *rémuneration forfaitaire*. In termini analoghi v. l'art. 47 della *Ley de Propiedad Intelectual* spagnola, real decreto legislativo n. 1 del 12 aprile 1996 (di seguito: "LPI"). E d'altro canto l'accesso al meccanismo di adeguamento contrattuale previsto dal § 32a UrhG è consentito anche al caso della remunerazione pattuita *una tantum*. Sulla piena compatibilità tra contratti ad effetti istantanei e regole che impongano la partecipazione proporzionale dell'autore ai risultati dello sfruttamento dell'opera v. già le notazioni di A. COGO, *I contratti di diritto d'autore*, (nt. 6), 205.

[49] Meccanismi di questo genere sono già noti d'altro canto alla nostra esperienza giuridica. Al riguardo basterà ad esempio esaminare quelli che disciplinano l'equo compenso *ex* artt. 46 bis ed 84 l.aut., certamente garantito anche ad autori ed artisti che abbiano ceduto i loro diritti per un corrispettivo forfetario.

rettamente proporzionato ai proventi futuri dello sfruttamento dell'opera o della *performance*) in cambio di una capitalizzazione immediata del loro corrispettivo, che divenendo un costo agevolmente prevedibile per l'impresa culturale potrebbe accrescerne la propensione ad incrementare il novero e la varietà delle opere da pubblicare, con aumento conseguente delle *chances* per creativi e *performers* di veder circolare presso il pubblico gli esiti del loro lavoro. Per le ragioni ora illustrate la scelta di escludere la possibilità di correzioni *ex post* della remunerazione per la cessione dei diritti pattuita in via forfetaria risulterebbe d'altro canto pienamente conforme all'esigenza di rispettare il «principio della libertà contrattuale» espressa dall'art. 18.2 direttiva 790/2019.

Nel contesto sin qui descritto l'art. 20 interviene ad obbligare i legislatori nazionali ad attribuire ad autori ed artisti il diritto di pretendere una «remunerazione ulteriore adeguata ed equa» ad integrazione del corrispettivo originariamente pattuito per cessioni e licenze, ove questo si riveli «sproporzionatamente basso rispetto a tutti i proventi originati in un secondo tempo dallo sfruttamento delle loro opere o esecuzioni», con eccezione vistosa al principio generale di irrilevanza dell'equità dello scambio, che nell'economia di mercato regola per tradizione i rapporti tra contraenti [50].

L'effetto di questa previsione sulla protezione degli interessi patrimoniali di autori ed artisti è d'altro canto potenziato dall'art. 22 direttiva 790/2019, che nell'attribuire loro un "diritto di revoca" del trasferimento dei diritti esclusivi e della licenza nel caso di mancato sfruttamento dell'opera o della *performance* introduce uno stimolo rilevante al dinamismo (e comunque uno strumento di reazione efficace all'inattività) dell'impresa culturale, con incremento rilevante delle *chances* che dall'altrui utilizzazione economica degli esiti del loro lavoro i beneficiari della tutela possano maturare il diritto ad una remunerazione aggiuntiva (ovvero, alternativamente, che in ragione della mancata utilizzazione possano riacquisirne il controllo).

A prima vista la garanzia della remunerazione «adeguata ed equa» pare ra-

[50] Sulla tendenza crescente del legislatore euro-unitario a moltiplicare le previsioni che in deroga al principio generale dell'autonomia contrattuale autorizzino il sindacato giudiziale dell'equità dello scambio tra contraenti in posizione asimmetrica v. G. D'AMICO, *"Giustizia contrattuale" nella prospettiva del civilista*, in *Diritti Lavori Mercati* 2017, 253 ss., che ne sottolinea peraltro la vocazione ordo-liberale a preservare le condizioni necessarie per il buon funzionamento del mercato, nonché l'estraneità ad una prospettiva di mera protezione paternalistica del soggetto debole dello scambio. Sull'evoluzione del dibattito sempre aperto in tema di controllo giudiziale della giustizia contrattuale v. R. SACCO, voce *Giustizia contrattuale*, nel *Digesto delle discipline privatistiche – Sezione civile*, *Aggiornamento*, VII, Utet, Torino, 2012, 534 ss.; e da ultimo G. D'AMICO, *Giustizia contrattuale e contratti asimmetrici*, in *Europa e diritto privato* 2019, 1 ss.

gionevolmente equivalere alla remunerazione «adeguata e proporzionata» prevista dall'art. 18, tenendo conto che l'attivazione del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 è subordinata all'esistenza di una sproporzione per difetto tra compenso originariamente pattuito e proventi effettivamente conseguiti dall'utilizzatore, con indicazione che riconduce (e riduce) l'evocazione dell'equità alla nozione di proporzionalità. A specificazione ulteriore dei criteri ora illustrati il considerando 78 dichiara rilevanti per il giudizio di proporzionalità «tutti i pertinenti proventi del caso, inclusi ove opportuno quelli derivanti dal merchandising» [51], con necessità di «tener conto delle circostanze specifiche di ciascun caso, incluso il contributo dell'autore o dell'artista […], delle specificità e delle prassi in materia di remunerazione dei diversi settori di contenuti come pure del fatto che il contratto si basi o meno su un contratto collettivo».

Così configurato il *minimum* di tutela previsto dall'art. 20 si palesa come misura *ex post*, lasciata all'iniziativa del soggetto debole ovvero dei suoi «rappresentanti», quali tra gli altri le società di gestione collettiva, sulla base di mandati a negoziare e riscuotere conferiti volontariamente da autori ed artisti. Si tratta in particolare di una forma di perequazione da calibrare in modo proporzionato (non al *quantum* dell'utilizzazione, ma) all'ammontare dei proventi dello sfruttamento economico dell'opera o della *performance*, in un contesto nel quale il riferimento all'adeguatezza completa in forma di endiadi quello alla proporzionalità, nonché il più generale richiamo all'equità: imponendo che l'operare necessario del criterio proporzionale (dunque: la percentuale o comunque il *quantum* di proventi dell'utilizzatore rivendicabile dall'autore o dall'artista) rifletta in concreto il valore economico dei diritti oggetto di ces-

[51] Quanto al riferimento al *merchandising* pare anzitutto da escludere che autori ed artisti possano pretendere una remunerazione per i proventi generati dallo sfruttamento commerciale del loro ritratto, del loro nome o del titolo dell'opera da essi creata ovvero interpretata: in quanto questa attività non pare direttamente collegata all'utilizzazione della risorsa protetta dai diritti d'autore o connessi ed oggetto del relativo contratto di cessione o licenza. Ragionevolmente genera invece un diritto alla remunerazione *ex* art. 20 direttiva 790/12019 lo sfruttamento a fini di *merchandising* di porzioni dell'opera o della *performance*, come può accadere per i fotogrammi di quella cinematografica ovvero i brani di quella letteraria o musicale inseriti in *spot* pubblicitari, ovvero riprodotti su arredi, capi d'abbigliamento, e così via. Più in generale rientreranno nella base di calcolo della perequazione i proventi generati dallo sfruttamento dell'opera o della *performance* mediante *business models* – sempre più applicati in *Internet* – che prevedano di sfruttarne la distribuzione gratuita per generare ricavi mediante la vendita di spazi pubblicitari ovvero di prodotti e servizi offerti *online* ai *netsurfers* (sul tema v. G. GHIDINI, F. BANTERLE, *A critical overview of the Directive on copyright in the Digital Single Market*, in *Diritto di Internet*, 2019, 452.

sione o licenza, con la dovuta considerazione per le prassi del settore di utilizzazione e per l'incidenza effettiva dell'apporto del soggetto richiedente la remunerazione integrativa.

Il carattere eccezionale del controllo così introdotto riguardo all'equità dello scambio impone d'altro canto di valorizzare quanto più possibile la flessibilità – anche semantica – del riferimento alla proporzionalità, che esclude l'obbligo per i legislatori nazionali di garantire una rigida equivalenza tra le prestazioni *hinc et inde*, consentendo di ricomprendervi tutti i casi nei quali l'una sia quantitativamente minore rispetto all'altra, salvo che quella dell'autore o dell'artista risulti «sproporzionatamente bassa»: e dunque sia così inferiore da impedire di rinvenire una correlazione ragionevole (dunque, una giustificazione argomentabile mediante motivazioni razionali) rispetto all'ammontare dei proventi conseguiti dall'utilizzatore [52].

Sul piano operativo il rinvio alla nozione di «provento» (*revenue* nel testo inglese, *revenu* nel francese, *einnahme* nel tedesco) risulta abbastanza vago, in quanto riferibile tanto ai profitti quanto – e forse più propriamente, dal punto di vista semantico – ai ricavi generati dallo sfruttamento dell'opera o della *performance* [53].

In questo scenario il richiamo ai criteri dell'adeguatezza e della proporzionalità, da collegarsi necessariamente «al contributo dell'autore o dell'artista», sembra peraltro consigliare soluzioni che nel compiere la valutazione ex art. 20 tengano conto non solo dell'ammontare dei ricavi dell'utilizzatore ma anche dei costi da esso sopportati per realizzare e distribuire il prodotto cultura-

---

[52] Una determinazione quantitativa di questa sproporzione è stabilita dall'art. L. 131-5 CPI, che con riferimento al meccanismo di adeguamento (*révision*) per i compensi *à forfait* la definisce pari ad un pregiudizio di almeno 7/12, secondo un'indicazione riferita da alcuni al differenziale tra l'ammontare del *forfait* e l'importo che l'autore avrebbe ricevuto nel caso di previsione originaria di una *rémuneration proportionnelle* [così A. LUCAS, H.J. LUCAS, (nt. 39), 473 ss., i quali rilevano peraltro la difficoltà di attuare la *révision* nei casi ove il compenso forfetario è imposto dall'impossibilità di determinare una remunerazione proporzionata] e da altri allo scarto tra quanto incassato dall'autore e ciò che avrebbe dovuto ricevere – applicando i medesimi criteri di determinazione del *forfait* utilizzati dalle parti – qualora fossero stati conosciuti *ab origine* i dati riguardo all'effettivo sfruttamento dell'opera (così H. DESBOIS, *Le droit d'auteur en France*, Dalloz, Paris, 1966, II ed, 629 ss.).

[53] La vaghezza di questa nozione è confermata dall'art. 3 lett. h) direttiva 26/2014, nel quale il legislatore euro-unitario ha dimostrato di ritenere necessario dare una definizione specifica dei «proventi dei diritti», che in quel contesto coincidono con (le entrate, e dunque) i ricavi. Non mi pare peraltro che quella definizione possa avere alcun rilievo ai fini dell'interpretazione dell'art. 20 direttiva 790/2019, in quanto i due contesti nei quali la nozione di provento è usata risultano tra loro assai eterogenei.

le, i quali – in quanto investimenti produttivi – costituiscono misura del suo contributo al successo commerciale dell'opera o della *performance*, incidendo in modo simmetrico sul rilievo di quello del creativo o del *performer*.

Tanto suggerisce in particolare che per stabilire se esista un diritto ad ottenere la remunerazione aggiuntiva *ex* art. 20 direttiva 790/2019 si proceda 1) a determinare i «proventi» sommando tutti i ricavi direttamente collegabili allo sfruttamento economico del prodotto culturale contenente l'opera o la *performance* e sottraendovi tutti i costi inerenti, costituiti dalle spese (tra le quali la remunerazione originaria o aggiuntiva già corrisposta al richiedente, nonché a qualsiasi altro co-autore o artista compartecipe; i costi fissi e variabili di produzione, distribuzione, promozione, etc.) sostenute per generare quelle entrate; e poi 2) sulla relativa somma algebrica si determini la misura di partecipazione aggiuntiva astrattamente riferibile al singolo contributore, in ragione dell'importanza del suo apporto per il conseguimento di questo risultato economico, da valutarsi comparativamente rispetto agli altri apporti creativi o artistici ed agli investimenti dell'imprenditore culturale, nonché in assoluto con riferimento a fattori quali il contenuto, l'estensione geografica e la durata dei poteri di utilizzazione conferiti alla controparte [54]; infine 3) si accerti l'esistenza di un diritto all'adeguamento del contratto soltanto quando l'importo di questa partecipazione aggiuntiva sia tanto rilevante da rendere oggettivamente sproporzionato il compenso originario, in quanto secondo il senso comune la distanza tra le due grandezze appaia priva di una giustificazione razionale [55].

[54] Così ad esempio la cessione dei diritti oppure il conferimento di una licenza esclusiva di lunga durata e senza limitazioni territoriali dovrebbero giustificare misure di compenso più elevate rispetto alla concessione di una licenza non esclusiva, limitata nel tempo e sul piano geografico: in quanto nel primo caso all'utilizzatore è offerta una maggiore *chance* di sfruttamento dell'opera o della *performance*, con possibilità più elevata che il contributo dell'autore o dell'artista incida sul successo commerciale del prodotto che l'incorpora. *A fortiori* ciò dovrebbe valere nel caso di licenze non esclusive che abbiano generato proventi sperequati dei diversi utilizzatori, in quanto sulla loro misura avrà ragionevolmente inciso in modo rilevante la maggiore o minore abilità professionale dell'imprenditore culturale. Ugualmente nella determinazione della perequazione occorrerà tenere conto della quantità e della qualità delle forme di utilizzazione oggetto della cessione o della concessione, con la conseguenza che ad esempio la riproduzione potrà giustificare una remunerazione più elevata rispetto alla traduzione, e così via.

[55] Il riferimento normativo al valore economico dei diritti oggetto di cessione o licenza ed al contributo dell'autore o dell'artista mi pare imporre di determinare la remunerazione integrativa *ex* art. 20 in base a logiche prettamente mercantili, precludendo la possibilità che dal criterio della «adeguatezza» del corrispettivo possa ricavarsi la necessità di garantire una compensazione del lavoro creativo o artistico idonea a consentire un'esistenza libera e dignitosa, secondo le logiche evocate dall'art. 36 Cost. Nulla impedisce peraltro ai legislatori nazionali di

Più sinteticamente la determinazione dei proventi mi pare richieda preliminarmente di effettuare una sorta di "bilancio" dello sfruttamento economico del singolo *intangible*, per calcolare il profitto generato a beneficio dall'utilizzatore, secondo una logica analoga a quanto previsto per la quantificazione degli sgravi fiscali in base alla normativa sul cd. *patent box* [56]. Mentre stabilire se la remunerazione originariamente pattuita sia proporzionata rispetto ai proventi/profitti così definiti, nonché quale sia la misura dell'integrazione spettante ad ogni singolo richiedente, impone un'ampia gamma di valutazioni in concreto, che dovranno essere affinate in fase applicativa anche alla luce di *best practices* ed usi negoziali già esistenti: sulla base dei quali occorrerà sviluppare criteri omogenei per determinare la percentuale minima di quei proventi che deve essere assicurata ad ogni tipologia di autore o artista, in ragione del loro ruolo e delle peculiarità del settore merceologico di destinazione dei rispettivi apporti professionali [57]. Al riguardo utili linee guida potranno essere ricavate, ove possibile, dall'esito della contrattazione collettiva: alla quale l'art. 20 ed il considerando 78 fanno specificamente rinvio come fonte di meccanismi di adeguamento alternativi rispetto a quello che i legislatori nazionali saranno chiamati ad implementare nei rispettivi ordinamenti giuridici [58].

---

sfruttare l'ampia libertà garantita dall'art. 18 per introdurre meccanismi solidaristici che risultino improntati ad una tutela più intensa dell'autore o dell'artista, a condizione che non pregiudichino l'equilibrio tra gli interessi coinvolti ed il buon funzionamento del mercato, imponendo costi così elevati da disincentivare gli investimenti imprenditoriali nello sfruttamento delle opere e *performance* protette. Resta peraltro inteso che il parametro *ex* art. 36 Cost. troverà invece applicazione nel caso (ragionevolmente atipico) dell'autore o dell'artista legati all'imprenditore culturale da un rapporto stabile ed esclusivo, secondo le logiche proprie del lavoro a tempo indeterminato (sul fatto che la garanzia *ex* art. 36 Cost. sia riservata ai soli lavoratori subordinati v. da ultimo Cass. 6 novembre 2015 n. 22701).

[56] V. sul tema gli artt. 9 ed 11 del Decreto interministeriale del Ministero dello Sviluppo economico e del Ministero dell'Economia del 30 luglio 2015, che ha attuato l'art. 1, commi 37-45, l. 23 dicembre 2014, n. 190.

[57] Un rinvio espresso alle pratiche di mercato è presente nel considerando 73, mentre un riferimento analogo alle prassi in materia di remunerazione dei diversi settori emerge dal considerando 78. Per una presunzione (seppure relativa) di adeguatezza della remunerazione che risulti conforme alle pratiche di settore v. il § 32 UrhG.

[58] Ad esempio la possibilità della contrattazione collettiva è prevista (ed una prassi al riguardo potrebbe essere stata messa a punto) in sede di definizione dei criteri per quantificare l'equo compenso cd. "cinematografico" *ex* artt. 46, 46-*bis*, quarto comma ed 80, quarto comma l.aut. Sull'impatto limitato che ha avuto la contrattazione collettiva settoriale nell'applicazione della disciplina della *angemessene Vergütung* tedesca, che pure dal § 32 UrhG riceve il ruolo di *benchmark* per la valutazione dell'adeguatezza della remunerazione, v. P. FABBIO, (nt. 38), 93, 111.

Anche in questo caso l'ampia discrezionalità garantita dall'art. 18 direttiva 790/2018 permetterà peraltro agli stati membri di adottare un meccanismo di adeguamento contrattuale più protettivo di autori ed artisti rispetto a quello sopra proposto, che basi ad esempio il giudizio di (non) proporzionalità sui soli ricavi lordi conseguiti dall'imprenditore culturale per lo sfruttamento dell'opera o della *performance* [59], omettendo di valorizzare i costi inerenti sostenuti in concreto o stimandoli in astratto: secondo una linea che da un lato tenderà a semplificare gli adempimenti per l'utilizzatore, mentre dall'altro garantirà una protezione più intensa ai beneficiari della remunerazione aggiuntiva [60], seppure al prezzo di una sua minore aderenza rispetto al loro contributo effettivo alla fortuna commerciale del prodotto culturale.

In questo quadro complessivo la disciplina del meccanismo di adeguamento contrattuale *ex* art. 20 pare chiamata a svolgere soprattutto una funzione incentivale di previsioni negoziali con finalità di prevenire possibili contenziosi [61]. Precisamente, operando secondo logiche di *soft paternalism*, essa si propone quale regime di *default* che nel garantire una protezione *ex post* stimola il contraente forte ad offrire *ex ante* al più debole per contratto una tutela non dissimile, secondo uno schema che rimette all'autonomia privata la selezione del modo migliore per governare (ed economizzare) i costi di transazione implicati dallo scambio. In questo modo la possibilità dell'insorgere di future vertenze – destinata peraltro a riemergere periodicamente, ogni volta che il *quantum* dei proventi goduti dall'utilizzatore ritorni ad essere squilibrato rispetto ai compensi complessivamente percepiti da autore ed artista – potrà stimolare le parti ad includere *già* nel testo dei contratti di cessione o licenza meccanismi di adeguamento calibrati sugli esiti tipici delle controversie giudiziarie, con l'obiettivo di risparmiare i relativi costi di gestione. Oppure potrà stimolare le parti a rinegoziare in buona fede condizioni originariamente non equilibrate, ogni volta che l'emergere di sopravvenienze impreviste evidenzi la possibilità per l'autore o l'artista di ricorrere alle misure di adeguamento in sede contenziosa.

---

[59] Così ad esempio il § 32 UrhG, sul quale v. G. SCHRICKER, (nt. 38), 708.

[60] Legare l'operatività del meccanismo di adeguamento contrattuale alla misura dei soli ricavi lordi comporta ragionevolmente una ripartizione del rischio dell'utilizzazione economica dell'opera e della *performance* più favorevole all'autore ed all'artista, in quanto questa soluzione potrebbe determinare la maturazione del diritto alla remunerazione aggiuntiva anche qualora l'impresa culturale non avesse conseguito alcun utile dallo sfruttamento dell'opera o della *performance*, ovvero ne avesse realizzati in misura proporzionata al compenso originario dell'autore o dell'artista.

[61] La consapevolezza di questa funzione incentivale emerge chiaramente da COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), 188 ss.

In questo scenario sarà esaltata d'altro canto l'utilità delle misure informative *ex* art. 19, che secondo le logiche di *soft paternalism* proprie della *disclosure regulation* potranno favorire un riequilibrio delle dotazioni informative a beneficio dell'autore e dell'artista: con l'obiettivo di consentire loro di sorvegliare il buon funzionamento dei meccanismi di perequazione adottati su base volontaria nei contratti di cessione e licenza; ovvero – in mancanza di queste previsioni *ex contractu* – di permettere la verifica del maturarsi delle condizioni per avviare una richiesta di remunerazione adeguata ed equa [62].

In ultima istanza la vertenza potrà ricevere una composizione in sede contenziosa, con necessità *ex* art. 21 direttiva 790/2019 che rispetto a quelli propriamente giudiziali i legislatori nazionali offrano ad autori ed artisti anche meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie [63] – da strutturare nel rispetto dei principi generali e delle garanzie previsti dagli ordinamenti nazionali in tema di accesso alla tutela giurisdizionale, incompatibile tra l'altro con l'imposizione di arbitrati obbligatori [64] – che potranno prevedere il coinvolgimento delle associazioni di categoria *hinc et inde* [65], secondo logiche di *legal empowerment*, che rimandano in qualche modo ad una prospettiva di *hard paternalism*. In queste diverse istanze i decisori saranno peraltro vincolati al rispetto dei tre limiti massimi alla protezione di autori ed artisti costituiti dal buon funzionamento del mercato, dal principio della li-

[62] Occorre peraltro non enfatizzare eccessivamente l'efficacia di questi obblighi informativi, che risulterà comunque condizionata dalla capacità – limitata da *cognitive biases* – degli autori e degli artisti di ricavare in concreto dal novero dei dati loro comunicati gli elementi necessari per elaborare in modo consapevole strategie negoziali o giudiziali adeguate a massimizzare le loro pretese. E come vedremo *infra* al paragrafo 7 ciò dipenderà principalmente dal tipo di informazioni loro fornite, nonché dalle modalità con le quali esse saranno loro rappresentate dall'impresa culturale.

[63] Sul fatto che questi meccanismi possono svolgere utilmente la funzione di contenere i costi della rideterminazione contenziosa della remunerazione di autori ed artisti nonché di stimolarne l'accesso da parte di soggetti altrimenti ritrosi ad avviare formali procedimenti giudiziali v. COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), 189 ss.

[64] Sull'illegittimità della previsione di arbitrati obbligatori per contrasto con gli artt. 24 e 102 Cost. v. per tutte Corte cost. 14 luglio 1977, n. 127; Corte cost. 21 aprile 2000, n. 115. In piena coerenza con questo principio l'art. 21 direttiva 790/2019 prescrive d'altro canto che i meccanismi alternativi di risoluzione delle controversie per l'applicazione delle regole *ex* artt. 19-20 possano essere attivati solo «su base volontaria».

[65] Per una soluzione di questo genere v. il § 36a UrhG. E v. anche il procedimento regolato dall'art. 4 d.lgs. lgt. 20 luglio 1945, n. 440, richiamato dagli artt. 46-*bis* ed 84 l.aut. per determinare l'ammontare dell'equo compenso ivi previsto, del quale è peraltro discussa la natura di arbitrato o arbitraggio, nonché (nel primo caso) la compatibilità con il divieto di arbitrati obbligatori ricordato *supra* alla nt. 63.

bertà contrattuale e dall'esigenza di assicurare un giusto equilibrio tra diritti ed interessi antagonisti.

Resta infine da ricordare che secondo l'indicazione ricavabile dal considerando 78 sono fatte comunque salve – e restano pertanto a disposizione dell'autore o dell'artista, in aggiunta al rimedio *ex* art. 20 direttiva 790/2019 – le misure di carattere generale che nell'ambito della disciplina nazionale dei contratti prevedano la gestione delle sopravvenienze nei rapporti di durata: tra le quali ad esempio la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta *ex* art. 1467 c.c., ovvero la rescissione per lesione *ultra dimidium ex* art. 1448 c.c.

6. *L'area di applicazione oggettiva e soggettiva delle nuove misure di perequazione.*

La direttiva 790/2019 fissa varie regole che definiscono l'area di applicazione soggettiva ed oggettiva dello strumento di perequazione *ex* art. 20, lasciando qualche margine di discrezionalità ai legislatori nazionali anche riguardo a questi temi.

Sul piano dei soggetti le nuove norme offrono anzitutto un'indicazione teleologica, dichiarando di essere applicabili agli autori ed artisti che da contraenti deboli siano esposti al rischio di negoziare condizioni economiche di cessione o licenza squilibrate rispetto ai proventi ricavabili dall'utilizzazione professionale di opere o *performance* [66]. Per figurare tra gli aventi diritto alla remunerazione prevista dall'art. 20 i pretesi beneficiari – che devono rientrare nelle nozioni di autori ed artisti definite o presupposte dalla disciplina sulla fattispecie costitutiva dei relativi diritti [67] – devono avere pertanto ceduto i relativi diritti sull'opera o *performance*, ovvero averne concesso una licenza di

[66] V. l'art. 20 ed i considerando 72-73, 78.

[67] In base all'art. 6 l.aut. sono pertanto autori le persone fisiche che hanno realizzato (o concorso a realizzare) una forma espressiva (o sua porzione) qualificabile come opera dell'ingegno *ex* artt. 1-2 l.aut.; mentre con regola speciale l'art. 44 l.aut. stabilisce che per le opere cinematografiche lo sono in particolare il regista o direttore artistico, il soggettista, lo sceneggiatore e l'autore della colonna sonora. Sulla base della definizione mutuata dall'art. 3 lett. a) della convenzione internazionale di Roma del 26 ottobre 1961 sulla protezione degli artisti interpreti o esecutori, dei produttori di fonogrammi e degli organismi di radiodiffusione, come recepita dall'art. 80, primo comma, l.aut. [nonché confermata dall'art. 2 lett. a) del *WIPO Performances and Phonograms Treaty* del 1996], sono invece «artisti interpreti ed artisti esecutori gli attori, i cantanti, i musicisti, i ballerini e le altre persone che rappresentano, cantano, recitano, declamano o eseguono in qualunque modo opere dell'ingegno, siano esse tutelate o di dominio pubblico».

sfruttamento economico [68]. Questa indicazione generale è poi specificata in vario modo.

Anzitutto il considerando 72 dichiara dovuta la perequazione anche qualora autori ed artisti abbiano ceduto i diritti o concesso le licenze ricorrendo all'intermediazione di «proprie società», con indicazione che sterilizza il passaggio di proprietà tra titolare originario e persone giuridiche ad esso strettamente legate. Quale debba essere l'intensità di questo legame è tema lasciato ai legislatori nazionali, anche in ragione delle peculiarità dei rispettivi ordinamenti in materia di diritto societario. Pare tuttavia ragionevole immaginare che per ottenere la perequazione l'autore o l'artista dovranno disporre di una titolarità diretta della partecipazione societaria, senza possibilità di dare rilievo ad intestazioni mediate o addirittura fiduciarie. Per evitare applicazioni abusive o distorte degli strumenti di perequazione sembra d'altro canto opportuno che della previsione in esame siano messi in condizione di beneficiare soltanto gli autori o gli artisti interpreti/esecutori dell'opera ai proventi della quale è riferita la remunerazione aggiuntiva, con esclusione di loro eventuali soci non coinvolti nell'attività creativa o artistica. Ne consegue che le regole in esame potranno trovare principalmente applicazione nel caso di società costituite tra autori e/o artisti, quali ad esempio quelle che rappresentano talvolta la forma organizzativa dei complessi musicali o delle compagnie teatrali. Per il caso di opere con unico autore o interprete la società cessionaria potrà invece ragionevolmente rientrare tra gli aventi diritto alla remunerazione soltanto quando (sia unipersonale, in quanto) il relativo capitale sia integralmente detenuto dal cedente o licenziante dei relativi diritti d'autore o connessi, ovvero quando le quote di altri soggetti abbiano soltanto carattere simbolico [69].

---

[68] Ne discende che le disposizioni della direttiva sul carattere adeguato e proporzionato della remunerazione non trovano applicazione ai compensi previsti dagli schemi asimmetrici in materia di riproduzione privata (tipicamente di musica, audiovisivi ed opere a stampa) per uso personale, che vedono gravare in capo all'imprenditore beneficiario (il produttore o distributore di apparecchi di riproduzione o supporti di memoria, la copisteria) l'obbligo di pagare una remunerazione a fronte di un uso dell'opera e delle *performance* connesse che viene di norma liberalizzato *ex lege*, senza spazio per la concessione di licenze (v. al riguardo l'art. 5.2 lett. b)-c) direttiva 29/2005, nonché gli artt. 68 e 71-*sexies*-71-*octies* l.aut.).

[69] Il riferimento alle società di autori ed artisti contenuto nel considerando 72 rimanda ragionevolmente al caso nel quale la forma societaria costituisce un'opzione organizzativa che non altera i connotati dell'autore e dell'artista quali contraenti deboli, come accade tipicamente per gli esempi indicati *supra* nel testo. Qualora la perequazione spettasse anche a società partecipate in modo non simbolico da altri soci, che apportassero conferimenti significativi di capitale o lavoro, la tutela verrebbe estesa a vantaggio di enti teleologicamente orientati allo sfruttamento con metodo imprenditoriale ed organizzazione professionale di opere e *performance*,

La disciplina in esame pare applicabile a beneficio di qualsiasi autore o artista, indipendentemente dal tipo di contratto utilizzato per generare la cessione o concedere la licenza – che potranno riguardare tutte o soltanto alcune tra le facoltà di utilizzazione economica dell'opera o della *performance* – compresi in linea di principio quelli regolanti il rapporto di lavoro subordinato [70]. Questa conclusione pare confermata *a contrario* dal considerando 72, che dichiara esclusa l'applicazione degli strumenti di perequazione quando «la controparte contrattuale agisce in qualità di utente finale e non sfrutta l'opera o l'esecuzione in sé, il che potrebbe, ad esempio, verificarsi nel caso di alcuni contratti di lavoro», con indicazione che rimanda ragionevolmente ai casi nei quali l'apporto creativo o artistico sia strumentale ad un'attività del datore di lavoro che non ne preveda lo sfruttamento sistematico nel *mass market* [71]. Ugualmente la misura di perequazione *ex* art. 20 risulta applicabile al caso della creazione dell'opera o della realizzazione della *performance* su commis-

con la conseguenza che verrebbe meno l'esigenza della loro protezione quale contraenti deboli. Una deroga alla regola descritta nel testo, coerente con l'orientamento teleologico espresso dal considerando 72 della direttiva 790/2019, potrebbe essere tuttavia prevista a beneficio delle società partecipate dagli eredi di autori ed artisti. La società cessionaria o licenziataria che sia partecipata in modo significativo anche da altri soggetti dovrà essere poi ragionevolmente ricompresa tra i potenziali debitori della remunerazione adeguata ed equa, mentre tra i compensi da conteggiare per valutare l'equità e l'adeguatezza del compenso originario dell'autore o dell'artista dovranno essere considerati anche gli eventuali utili da lui percepiti in qualità di socio, in quanto direttamente collegabili allo sfruttamento della sua opera o *performance*. Condivisibile pare infine la notazione di P. FABBIO, (nt. 38), 95, secondo il quale il rinvio del considerando 72 alle società di autori ed artisti non può essere riferito alle *collecting societies*, che per definizione non patiscono la posizione di svantaggio propria del singolo titolare dei diritti.

[70] Sui problemi derivanti dall'applicazione delle misure perequative ai lavoratori subordinati v. P. FABBIO, (nt. 38), 99 ss., il quale sulla scia dell'esperienza tedesca propone di introdurre una presunzione di adeguatezza del compenso fisso che sia corrisposto in via periodica all'autore ovvero all'artista. Questa conclusione riflette lo schema del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 direttiva 790/2019, che pone ragionevolmente in capo all'autore ed all'artista la prova dell'inadeguatezza della remunerazione ricevuta.

Resta peraltro da dire che nel caso degli autori ed artisti operanti nell'ambito di rapporto di subordinazione la sopravvenienza di un successo commerciale imprevedibile dell'opera o della *performance* è ragionevolmente atipica; mentre più in generale risulta difficile immaginare ipotesi di sproporzione originaria e conclamata tra il loro corrispettivo ed i proventi del datore di lavoro, se non nel campo del software, escluso *ex* art. 23.2 direttiva 790/2019 dall'operatività degli strumenti di perequazione previsti dalla direttiva.

[71] La perequazione sarà ad esempio esclusa nel caso di opere dell'ingegno quali i pareri professionali o altri testi letterari con funzioni analoghe, le arringhe giudiziali degli avvocati, la recitazione o l'esecuzione dell'opera a fini didattici da parte di insegnanti di accademie o conservatori, e così via.

sione, nell'ambito di un rapporto di lavoro autonomo, ad esempio sulla scorta di contratti d'opera intellettuale [72].

Nel caso delle licenze resta da capire se la remunerazione *ex* art. 20 spetti soltanto quando la concessione sia esclusiva ovvero anche nell'ipotesi di licenza non esclusiva. In mancanza di indicazioni normative in contrario non paiono peraltro sussistere ragioni particolari per operare una differenziazione di regime, tenendo conto del fatto che anche le licenze non esclusive comportano lo sfruttamento dell'opera o della *performance*, a fronte del quale sono generati proventi a beneficio dell'utilizzatore. È pur vero tuttavia che si tratta di fattispecie ragionevolmente atipiche: in quanto da un lato le strategie abituali delle imprese culturali non contemplano lo sfruttamento condiviso di opere e *performance*, che comporterebbe di dover condividere anche i risultati dei loro investimenti promozionali; mentre dall'altro lato la concessione di licenze non esclusive presuppone un'attitudine alla gestione professionale dei diritti d'autore e connessi che l'autore e l'artista tipicamente non hanno [73].

La fissazione della soglia minima di incidenza nell'economia dell'opera o della *performance* per giustificare l'insorgere del diritto alla remunerazione *ex* art. 20 è lasciata agli stati membri, che dovranno scegliere se e come escluderlo per gli autori ed artisti che hanno reso un apporto non significativo, riservandolo soltanto a quelli capaci – in qualche modo – di un contributo determinante per il successo economico del prodotto culturale. Tanto pare ricavabile dall'art. 19 par. 4 in tema di beneficiari dell'obbligo di *disclosure* delle informazioni sullo sfruttamento di opere e *performance*, il quale autorizza ragionevolmente una selezione da svolgere in astratto per categorie di autori ed artisti, seppure obbliga gli stati membri a consentire agli esclusi la possibilità di dimostrare per via giudiziale di meritare in concreto la protezione minimale, con diritto correlativo ad essere adeguatamente informati.

In questo scenario restano comunque esclusi dal novero dei beneficiari della perequazione gli autori e gli artisti che concedano licenze avvalendosi di organismi di gestione collettiva o entità di gestione indipendente ex art. 3 lett.

---

[72] Sugli effetti traslativi dei diritti d'autore nell'ambito del lavoro autonomo v. peraltro l'art. 4 l. 22 maggio 2017, n. 81.

[73] Nell'ipotesi tipica la gestione dei diritti d'autore e connessi mediante licenze non esclusive è infatti demandata dall'autore e dall'artista alle *collecting societies*, sulla scorta di contratti con gli utilizzatori che risultano esclusi dall'applicazione del meccanismo di adeguamento in base all'art. 20.2 direttiva 790/2019.

a) e b) direttiva 26/2014 [74]. Ed il rilievo di questa esclusione pare peraltro destinato ad amplificarsi in ragione dell'operare dell'art. 12 direttiva 790/2019, che autorizza gli stati membri ad attribuire – seppure in ambiti ben determinati e circoscritti [75] – alle licenze collettive un'efficacia "estesa", in quanto riferita anche ad autori ed artisti che non abbiano attribuito alla *collecting society* alcun potere di rappresentarli.

Nel campo dei debitori della remunerazione *ex* art. 20 vengono anzitutto in considerazione gli acquirenti ed i licenziatari – esclusivi o non esclusivi – dei diritti d'autore e connessi che abbiano stipulato contratti di cessione o licenza direttamente con gli autori ed artisti ricompresi nel novero *supra* definito degli aventi diritto.

Resta da chiedersi se l'operare del meccanismo di perequazione previsto dalla direttiva 790/2019 debba o possa gravare anche in capo agli utilizzatori cd. "secondari", quali sono precisamente gli imprenditori culturali che realizzano l'utilizzazione economica dell'opera o della *performance* senza avere un rapporto contrattuale diretto con autori o artisti, ma sfruttando l'una e/o l'altra mediante l'intermediazione di un utilizzatore "diretto" o "primario" che concede loro tipicamente licenze o sub-licenze: come accade ad esempio per le emittenti televisive (via etere, cavo, satellite), i gestori dei servizi di *video on demand* via Internet o delle sale di proiezione, i noleggiatori e produttori di *home video*, che negoziano lo sfruttamento delle opere o *performance* cinematografiche ed audiovisive con i produttori – nonché tipicamente cessionari da autori ed artisti – dei relativi diritti.

Il quadro normativo che emerge dalla direttiva evidenzia anzitutto che non esiste alcun divieto per i legislatori nazionali di gravare obblighi di pagare una remunerazione aggiuntiva analoghi a quelli *ex* art. 20 anche sugli utilizzatori secondari, in quanto l'ampiezza del principio generale *ex* art. 18 direttiva 790/2019 consente ragionevolmente di scegliere questa soluzione, adottata pe-

[74] V. al riguardo l'art. 20 par. 2 direttiva 790/2019. L'esclusione dall'applicazione dell'art. 20 ai contratti di licenza stipulati per autori ed artisti dagli organismi di gestione collettiva *ex* art. 3 lett. a) direttiva 26/2014 è ragionevolmente giustificata dall'art. 16 par. 2 di quest'ultima direttiva, che obbliga le *collecting societies* a concludere accordi che garantiscano ai «titolari dei diritti […] una remunerazione adeguata». Meno comprensibile è l'esclusione dell'applicazione dell'art. 20 direttiva 790/2019 alle entità di gestione indipendente, che non sono assoggettate al vincolo *ex* art. 16 par. 2 direttiva 26/2014.

[75] L'art. 12 par. 2 direttiva 790/2019 stabilisce infatti che la possibilità di prevedere licenze collettive estese sia limitata a «settori di utilizzo ben definiti», in presenza di costi transattivi tanto elevati da «rendere improbabile lo svolgimento della necessaria operazione di concessione della licenza». Per una proposta di applicazione generalizzata della disciplina delle *extended collective licenses* v. tuttavia SARTI, *Il licensing collettivo*, in *AIDA* 2019, 175 ss.

raltro dal legislatore italiano nel caso del cd. "equo compenso cinematografico" *ex* artt. 46 *bis* ed 84 l.aut. e comunque già nota nell'esperienza tedesca [76].

In questo contesto occorre tuttavia verificare se l'imposizione delle misure di perequazione a carico degli utilizzatori secondari sia considerata dal legislatore euro-unitario come obbligata. Al riguardo viene anzitutto in gioco la previsione *ex* art. 20 direttiva 790/2019 in base al quale l'adeguamento contrattuale ivi previsto deve gravare non solo sui contraenti diretti dell'autore o dell'artista, ma anche sui loro «aventi causa». A prima vista l'elasticità di questa nozione la rende in effetti riferibile anche al licenziatario o sub-licenziatario dei diritti d'autore o connessi che abbiano stipulato contratti con il loro acquirente o licenziatario esclusivo. E tuttavia la sua notevole ampiezza non consente di escludere *a priori* che essa voglia richiamare *soltanto* il fenomeno della cessione del contratto che realizza lo sfruttamento primario dell'opera o della *performance*.

Sempre sul piano testuale il riferimento esplicito dell'art. 20 alla disciplina di un "meccanismo di adeguamento contrattuale" sembrerebbe suggerire che l'operare della perequazione ivi prevista presupponga l'esistenza di un contratto tra l'avente diritto ed il soggetto obbligato a pagare la remunerazione adeguata ed equa, con indicazione che parrebbe escludere la necessità (ma, come detto, non impedire l'adozione) di questa perequazione nei rapporti tra autore, artista ed utilizzatore secondario delle loro opere o *performance*.

A prima vista questa conclusione parrebbe contrastare con la previsione *ex* art. 19 par. 2, che attribuisce espressamente ad autori ed artisti il diritto di avere informazioni *anche* riguardo allo sfruttamento delle opere e *performance* da parte dei sub-licenziatari, con obbligazione in capo a quest'ultimi di fornire i dati relativi (ed obbligo correlativo in capo agli utilizzatori primari di indicare la loro identità), qualora ne siano richiesti. Resta tuttavia da capire se la previsione in esame riguardi soltanto un obbligo informativo oppure sottenda anche implicitamente l'esistenza *ex* art. 20 dell'obbligazione di pagare la remunerazione aggiuntiva ivi prevista. A ben vedere la prima soluzione non pare potersi definitivamente escludere. E potrebbe essere forse suggerita dal tenore del-

[76] Per l'imposizione dell'obbligo di corrispondere la partecipazione ulteriore ("*weitere Beteiligung*") anche in capo agli utilizzatori secondari v. il § 32a. *Abs*. 2 UrhG, mentre riguardo alla *angemessene Vergütung* regolata dal § 32 UrhG l'autore vanta unicamente il diritto di ottenere una modifica del rapporto contrattuale con il suo *Vertragspartner* diretto [sul tema v. G. SCHRICKER, (nt. 38), 678]. Per un'analisi critica del tentativo dottrinale e giurisprudenziale di configurare un'azione diretta dell'autore per ottenere la *rémunération proportionnelle* dal sublicenziatario pur in assenza di un'esplicita previsione normativa v. nell'esperienza francese A. LUCAS-H.J. LUCAS, (nt. 39), 476 s.

l'art. 19 par. 2, che prefigura la richiesta di informazioni all'utilizzatore secondario come eventuale, in quanto praticabile qualora i dati in questione non siano integralmente forniti dall'utilizzatore primario, quasi a suggerire che l'obbligo di *disclosure* dell'uno abbia la funzione di consentire all'autore ed all'artista di controllare l'esattezza delle rendicontazioni dell'altro.

Il fatto che l'art. 19 par. 2 menzioni soltanto i sub-licenziatari e non gli acquirenti successivi dei diritti su opere e *performance* suggerisce infine che questi ultimi debbano essere necessariamente ricompresi tra i debitori della remunerazione *ex* art. 20, seppure non abbiano una relazione contrattuale diretta con gli autori e gli artisti, secondo la medesima logica che ispira tradizionalmente l'istituto del c.d. diritto di seguito[77]. Diversamente occorrerebbe concludere che una doppia cessione sia idonea a far venir meno qualsiasi obbligazione di remunerazione adeguata e proporzionata, con apertura di spazi smisurati per operazioni opportunistiche e simulazioni frodatorie.

Qualora si ritenga che l'art. 20 non obblighi gli stati membri ad includere gli utilizzatori secondari tra i debitori della remunerazione equa ed adeguata resta inteso che i proventi da essi realizzati per lo sfruttamento dell'opera o della *performance* dovranno essere comunque conteggiati per determinare il *quantum debeatur* ad autori ed artisti, che in questo caso potranno esigerlo in via diretta soltanto dai loro aventi causa. Nei paesi che non si avvalgano della possibilità di gravare la remunerazione anche in capo agli utilizzatori secondari sarà poi l'autonomia privata a selezionare le modalità per garantire le regolazioni adeguate dei loro rapporti economici con i cessionari o licenziatari diretti dei diritti d'autore ed artista.

Ove si ammetta che l'art. 20 direttiva 790/2019 non impone agli stati membri di gravare l'obbligo di remunerazione aggiuntiva ivi previsto anche a carico degli utilizzatori secondari resta tuttavia da chiedersi se sia opportuno prevedere questa soluzione avvalendosi dell'ampia discrezionalità concessa ai legislatori nazionali dall'art. 18. A prima vista l'opzione in esame risulta tra gli interrogativi di maggior rilievo posti dall'attuazione della direttiva, con necessità di ponderazione attenta di costi e benefici.

A favore della prima soluzione potrebbe militare il timore che in mancanza di una misura così congegnata l'effettività della partecipazione di autori ed artisti al successo commerciale di opere e *performance* rischi di rimanere subordinata all'efficienza ed alla trasparenza della negoziazione tra utilizzatori secondari e rispettivamente cessionari o licenziatari diretti dei diritti d'autore o connessi: con la

[77] Sul diritto di seguito come misura di perequazione a beneficio dell'autore delle opere delle arti figurative v. *amplius* il paragrafo 8.

conseguenza che la poca lungimiranza oppure lo scarso potere negoziale di quest'ultimi possa pregiudicare l'interesse economico di autori ed artisti.

È pur vero tuttavia che l'utilizzatore primario è un imprenditore tipicamente vocato a massimizzare il proprio profitto. Qualora fosse gravato di misure di perequazione calibrate nel *quantum* anche sui proventi degli utilizzatori secondari ai quali abbia consentito lo sfruttamento ulteriore dell'opera egli tenderebbe pertanto a negoziare con loro una misura di corrispettivo che inglobi quanto dovuto *ex* art. 20 ad autori ed artisti, *a fortiori* in presenza degli obblighi stringenti di trasparenza previsti dall'art. 19 della direttiva, che in quest'ottica assumerebbero un rilievo ancor più significativo. Generalizzare la previsione di misure perequative a carico degli utilizzatori secondari potrebbe d'altro canto generare il rischio di burocratizzare in modo eccessivo i rapporti a valle della cessione o licenza originaria, con l'insorgere di elevati costi di transazione e la possibilità che la gestione di questi meccanismi d perequazione – tra soggetti che non sono contraenti diretti – consumi una porzione rilevante delle risorse raccolte.

Quanto all'area di applicazione oggettiva il considerando 78 raccomanda (seppure non impone) di riservare l'applicazione del meccanismo perequativo ex art. 20 ai contratti riguardanti la cessione o la licenza dei «diritti armonizzati a livello dell'Unione» Europea, quali in particolare quelli di riproduzione, distribuzione (compreso il prestito ed il noleggio), comunicazione al pubblico delle opere o *performance*, con possibilità conseguente di escluderne l'operatività per gli accordi riguardanti altri diritti non armonizzati su base eurounitaria, quale ad esempio quello di realizzare elaborazioni, traduzioni ed altre modifiche della risorsa protetta [78].

L'art. 23 par. 1 direttiva 790/2019 impone poi agli stati membri di escludere l'applicazione del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 ai contratti riguardanti i programmi per elaboratore. Le ragioni di questa esclusione generalizzata non sono facili da comprendere. Sicuramente una parte degli autori del *software* ricade nella condizione prevista dal considerando 72, secondo il quale la necessità di protezione «non sussiste nei casi in cui la controparte contrattuale agisce in qualità di utente finale e non sfrutta l'opera o l'esecuzione in sé, il che potrebbe, ad esempio, verificarsi nel caso di alcuni contratti di lavoro» [79]. Non infrequenti – ed economicamente assai rilevanti – saranno tuttavia

[78] In questo senso v. già L. BENTLY, M. KRETSCHMER, T. DUDENBOSTEL, M. CALATRAVA, A. RADAUER, (nt. 13), 48.

[79] Si pensi ad esempio al caso dei programmatori e sviluppatori che realizzino *software* destinati ad essere applicati in via esclusiva come beni strumentali per un'attività d'impresa del

i casi nei quali l'autore *free lance* oppure lavoratore subordinato realizzi un *software* destinato alla distribuzione di massa, con generazione di proventi ampiamente sproporzionati rispetto alla remunerazione percepita dalla *software house*. E qui si pensi ad esempio ai principali sistemi operativi dei nostri PC, al codice dei videogiochi distribuiti presso il *mass market*, oppure ai programmi applicativi (c.d. "*app*") per gli *smart phone*.

A prima vista la spiegazione della mancata tutela di questi soggetti pare giustificata (non da ragioni di ordine sistematico, ma) da una mera valutazione di carattere politico-giuridico, che potrebbe forse dipendere dal basso contenuto creativo del contributo di ogni singolo programmatore, in quanto i *software* per il *mass market* sono tipicamente frutto del lavoro di *equipe* di notevoli dimensioni, con difficoltà conseguente a quantificare meriti individuali di rilievo significativo, a fronte dell'incidenza notevole che sul complessivo esito creativo esercita di norma l'attività organizzativa della *software house* [80].

Rimane peraltro da chiedersi quanto questa previsione sia rispettosa del principio di eguaglianza sostanziale *ex* art. 3 Cost., tenuto conto che la protezione *ex* art. 20 sarà invece garantita a figure analoghe ai programmatori del *software*, quali gli autori di banche dati o manuali tecnici. Ugualmente resta da chiedersi se la regola in esame possa essere derogata dagli stati membri in sede di attuazione della direttiva. Al riguardo il *wording* dell'art. 23 par. 2 pare peraltro perentorio nel dichiarare esclusi dal diritto alla perequazione gli autori del *software*, a ragionevole conferma del fatto che l'uniformità del loro regime di protezione in tutto il territorio unionista sia ritenuta necessaria per evitare la creazione di barriere surrettizie alla libera circolazione dei prodotti informatici nel *digital single market*.

Sempre sul piano oggettivo il considerando 82 direttiva 790/2019 pare consentire di escludere dall'operare del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 la concessione di licenze a titolo gratuito secondo lo schema "*open content*", oltre che ogni altro contratto di licenza nell'ambito del quale sia provato che l'assenza di un corrispettivo per l'autore o l'artista riflette una sua scelta libera e consapevole.

---

datore di lavoro o del committente che non contempli la distribuzione di quel medesimo codice sul mercato informatico.

[80] Sempre sul piano politico-giuridico resta poi da capire se questa previsione possa essere dipesa dal fatto che i principali *software* per il *mass market* sono distribuiti da imprese statunitensi, che assoggettano tipicamente il rapporto contrattuale con l'autore a *governing law* d'oltreoceano, con esclusione conseguente dell'operatività delle tutele previste dagli ordinamenti dei paesi dell'Unione Europea e prevedibile irrilevanza delle misure di perequazione previste dalla direttiva 790/2019, per le ragioni meglio specificate *infra* nel testo.

Tanto sul piano soggettivo quanto sul piano oggettivo occorre poi stabilire quale sia l'area di applicazione "territoriale" dello strumento di perequazione *ex* art. 20, con riferimento in particolare alla misura del collegamento dell'autore, dell'artista, delle loro opere o *performance* con l'ordinamento italiano ovvero euro-unitario che sia necessaria perché i primi siano ricompresi tra i beneficiari del diritto alla remunerazione aggiuntiva ivi prevista.

Al riguardo, qualora tra l'avente diritto e l'obbligato sussista un rapporto contrattuale, le misure perequative interverranno *ex lege* ad integrarlo, cosicché la loro eventuale operatività dipenderà dalla legge regolatrice del contratto. A questo proposito il considerando 81 raccomanda che in sede di applicazione giudiziale le garanzie previste dagli artt. 19-22 direttiva 790/2019 siano considerate regole del foro ad applicazione necessaria *ex* art. 3 par. 4 regolamento Ce 593/2008 (cd. regolamento "Roma I"), cosicché non sia possibile derogarvi convenzionalmente a favore della legge di uno stato non unionista qualora tutti gli elementi pertinenti alla situazione regolata siano ubicati nell'area dell'Unione Europea [81].

Qualora il meccanismo di perequazione *ex* art. 20 prevedesse l'obbligo della remunerazione aggiuntiva a carico dell'utilizzatore secondario la mancanza di un rapporto contrattuale diretto con autori ed artisti imporrebbe invece di selezionare i soggetti, le opere e le *performance* proteggibili facendo ricorso alle regole previste dagli artt. 185 ss. l.aut., come integrate dalle previsioni contenute nelle convenzioni internazionali alle quali ha aderito il nostro paese [82], con la precisazione che il principio di non discriminazione *ex* art. 18 FUE, ribadito anche dall'art. 21.2 della Carta di Nizza, imporrà comunque di garantire la tutela nazionale a beneficio di qualsiasi autore che sia cittadino europeo, indipendentemente dal luogo di prima pubblicazione dell'opera o della *performance* [83].

In ragione della sua natura patrimoniale il diritto a percepire una remunerazione adeguata e proporzionata, *in primis* mediante l'adeguamento del contratto secondo le modalità *ex* art. 20 della direttiva, potrà essere dichiarato tra-

---

[81] Al riguardo v. il § 32b UrhG, che impone di applicare le misure di perequazione previste dai §§ 32-32a al caso degli accordi regolanti atti di utilizzazione da compiersi nel territorio di operatività dello *Urheberrechtsgesetz*, ovvero quando la legge tedesca operi come *lex contractus* in mancanza di scelta delle parti.

[82] Per un esame puntuale di queste regole mi permetto di rinviare al mio *Diritto d'autore europeo*, (nt. 2), 90 ss., 299 ss.

[83] In questo senso v. già CGCE 20 ottobre 1993, leggibile nel sito http://curia.eu, *Phil Collins*, su cui v. per tutti G. KARNELL, *Wer liebt Phil Collins ?*, in *GRUR Int.*, 1994, 733. Analogamente CGCE 6 giugno 2002, *Ricordi*, *ibidem*; CGCE 30 giugno 2005, *Tod's*, *ibidem*.

smissibile dai legislatori nazionali sia *mortis causa* che per atti *inter vivos*, con l'unica limitazione *ex* art. 23 par. 1 direttiva 790/2019: che impone agli stati membri di prevedere la nullità delle previsioni contrattuali mirate ad impedire l'effettività degli strumenti di perequazione, quali sarebbero ad esempio le clausole di rinuncia o cessione preventiva dei relativi diritti a beneficio degli utilizzatori professionali dell'opera o della *performance*.

Sul piano della durata della perequazione *ex* art. 20 mi pare infine rimessa ai legislatori nazionali la scelta se prevedere una tutela estesa soltanto a beneficio di autori ed artisti oppure anche ai loro eredi o aventi causa, come sembra peraltro suggerire l'esigenza del rispetto del principio di eguaglianza sostanziale. Nel primo caso il diritto all'adeguamento del contratto dovrà essere comunque garantito per tutta la vita di autori ed artisti, mentre nel secondo caso si potrà estendere fino alla scadenza dei relativi diritti d'autore o connessi.

7. *L'obbligo di trasparenza.*

La disciplina della trasparenza stabilita dall'art. 19 direttiva 790/2019 introduce un'ulteriore forma di protezione del contraente debole del rapporto, risultando strumentale soprattutto all'esercizio del diritto di adeguamento del contratto *ex* art. 20, in quanto impone di garantire all'autore ed all'artista un flusso costante di informazioni indispensabili per valutare se e quando attivare il meccanismo di adeguamento di perequazione ivi previsto [84].

L'obbligo di *disclosure* ivi previsto ha un contenuto minimo inderogabile [85], costituito dalle informazioni riguardanti «le modalità di sfruttamento, tutti i proventi generati e la remunerazione dovuta» dall'utilizzatore, con riferimento tanto alle utilizzazioni primarie (*rectius*: realizzate dal contraente diretto dell'autore o dell'artista) quanto secondarie (*rectius*: realizzate dal sublicenziatario), alle quali i legislatori nazionali potranno aggiungere ulteriori «informazioni aggiornate, pertinenti e complete sullo sfruttamento» economico delle opere dell'ingegno e delle *performance* artistiche [86]. L'obbligazione di

[84] La stretta complementarità tra le misure *ex* artt. 19 e 20 emerge bene dai lavori preparatori della direttiva 790/2019, che le hanno viste legate fin dalla proposta originaria. Per una valutazione della loro efficacia sinergica v. il COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16), 174 ss., 188 ss.

[85] Al minimo inderogabile così determinato dovranno uniformarsi anche gli obblighi di *disclosure* eventualmente definiti nell'ambito della negoziazione di accordi di contrattazione collettiva, secondo quanto prevede l'art. 19 par. 5 direttiva 790/2019.

[86] Tra le informazioni ulteriori da assoggettare all'obbligo di *disclosure ex* art. 19 rientrano

rendiconto così prevista ha periodicità minima annuale, anch'essa inderogabile *in peius* per l'autore e l'artista. E grava su cessionari e licenziatari, nonché sui loro aventi causa.

Ai legislatori nazionali è consentito calibrare (e dunque: prevedere deroghe all'imposizione di) questi obblighi informativi «tenendo conto delle specificità di ciascun settore» (art. 19 par. 1), secondo un'indicazione che permette di differenziare la misura della *disclosure* in ragione delle peculiarità dell'ambito merceologico [87]. Deroghe ulteriori sono poi consentite a discrezione degli stati membri «quando il contributo dell'autore o dell'artista (interprete o esecutore) non è significativo rispetto al complesso dell'opera o esecuzione», in ragione delle peculiarità dell'apporto delle diverse categorie di creativi o artisti, con inversione dell'onere della prova in capo ai pretesi aventi diritto alla remunerazione proporzionata ed adeguata: ai quali l'art. 19 par. 2 impone di dimostrare preliminarmente che le informazioni richieste sono necessarie per far valere una pretesa adeguatamente fondata *ex* art 20 dir. 790/2019 [88].

Le deroghe in esame sono ispirate palesemente ad un'esigenza di ragionevolezza, che impone di evitare l'imposizione burocratica di articolati obblighi informativi quando non vi siano interessi meritevoli di protezione: in ragione dell'irrilevanza tipica dell'apporto di determinate categorie di autori ed interpreti o esecutori nella generazione del successo commerciale dei prodotti culturali contenenti i loro contributi creativi o artistici; ovvero in ragione dell'esiguità dei proventi ricavati dallo sfruttamento economico dell'opera o della *performance*.

Questa *ratio* delle regole derogatorie dell'obbligo di trasparenza è confermata più in generale dal criterio stabilito dall'art. 19 par. 3, secondo il quale esso deve essere non solo «effettivo per garantire un livello elevato di trasparenza in ogni settore», ma anche «proporzionato»: con la conseguenza che

quanto meno quelle sull'identità degli eventuali utilizzatori secondari di opere e *performance* che abbiano stipulato accordi con i contraenti diretti di autori ed artisti.

[87] Un'ampia gamma di variegati obblighi di trasparenza è già peraltro prevista da numerose previsioni esistenti negli ordinamenti dei paesi dell'area euro-unitaria, censite in modo dettagliato nell'*Annex* 14 a COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment on the modernization*, (nt. 16). Nell'ordinamento italiano un generico obbligo di rendiconto delle quote vendute è previsto dall'art. 130, primo comma, l.aut. per il caso del contratto di edizione con compenso a partecipazione.

[88] Una deroga ulteriore è prevista dall'art. 19 par. 6 per il caso dei contratti conclusi da organismi di gestione collettiva ed entità di gestione indipendente previsti dalla direttiva UE 26/2014, qualora siano già assoggettati agli obblighi di *disclosure* previsti dal relativo art. 18, che garantisce un livello di informazione sostanzialmente comparabile a quello previsto dall'art. 19 direttiva 790/2019.

«nei casi debitamente giustificati in cui l'onere amministrativo di cui al paragrafo 1 diventasse sproporzionato rispetto ai proventi generati dallo sfruttamento dell'opera o esecuzione» agli stati membri è consentito stabilire che «l'obbligo è limitato alle tipologie e al livello di informazioni ragionevolmente prevedibili in tali casi», con possibilità conseguente di semplificare per tipo o frequenza i dati da comunicare ad autori ed artisti.

In questo scenario la necessità del carattere effettivo (e non meramente declamatorio) del sistema informativo così disegnato segnala anzitutto che la costruzione dei flussi di dati da orientare verso il soggetto debole deve essere mirata ad accrescere in concreto le sue conoscenze riguardo alle scelte strategiche da assumere. Da ciò deriva ragionevolmente la necessità di prevedere modelli standardizzati di comunicazione, da imporre all'impresa culturale con individuazione obiettiva ed accurata dei dati da fornire: per garantire che le informazioni da condividere con autori ed artisti siano agevolmente fruibili e comprensibili, nonché idonee ad orientarne in modo efficiente le valutazioni strategiche. E questo quadro di prescrizioni deve essere attuato quanto più possibile secondo logiche di *smart disclosure*, sulla base dell'idea che il grado di rilevanza, completezza e fruibilità delle informazioni fornite all'autore ed all'artista inciderà direttamente sull'efficienza della gestione mediante il meccanismo *ex* art. 20 direttiva 790/2019 delle eventuali sopravvenienze squilibranti i rapporti *inter partes* [89].

Resta da ricordare che in base al considerando 77 il carattere inderogabile del *minimum* di trasparenza previsto dall'art. 19 non impedisce ai legislatori nazionali di procrastinare l'imposizione degli obblighi informativi sopra illu-

[89] In base ai principi della *smart disclosure*, quale strumento di *operational empowerment*, i flussi informativi verso il soggetto debole del rapporto devono essere orientati in modo tale da evitare rischi da sovraccarico, che possano dissuaderlo dall'esaminare i dati a causa della loro complessità o magnitudine. Al tempo stesso è necessario che le informazioni siano selezionate ed organizzate al fine di facilitare scelte efficienti per il destinatario, in quanto adottate con piena consapevolezza dei loro effetti [su queste strategie di *soft paternalism* v. F. Di Porto, N. Rangone, (nt. 32), 13 ss., ove anche ampi riferimenti agli studi teorici che ne costituiscono la base].

Ragionevolmente nel caso qui considerato la selezione e la rappresentazione dei dati da offrire ad autori ed artisti dovranno stimolarne l'attivazione per pretendere in via negoziale o contenziosa la remunerazione aggiuntiva *ex* art. 20 direttiva 790/2019 ogni volta che la sproporzione tra compenso pattuito e proventi della controparte sia inequivoca. Mentre nel caso opposto dovranno evitare di generare fraintendimenti che possano indurre l'autore o l'artista ad attivarsi senza piena consapevolezza delle conseguenze delle proprie scelte. Tanto suggerisce di prevedere modelli standardizzati di comunicazione che includano qualche indice sintetico dal quale poter ricavare *ictu oculi* la misura dell'eventuale sproporzione, quale potrebbe essere ad esempio la relazione percentuale tra proventi dell'utilizzatore e compenso originario dell'autore o dell'artista.

strati, prevedendo un periodo transitorio durante il quale «adeguare le prassi informative vigenti». Né parrebbe fuori luogo un periodo di rodaggio nell'applicazione di queste nuove regole, che preveda magari una tempistica differenziata per l'applicazione all'intera platea dei destinatari, tra i quali nella fase iniziale (e per così dire sperimentale) potrebbero essere ricompresi soltanto gli autori o artisti che per il ruolo svolto nella realizzazione dell'opera o della *performance* abbiano avuto con certezza la *chance* di incidere sulla sua fortuna commerciale.

8. *I lineamenti di un possibile intervento normativo nel tessuto della legge sul diritto d'autore del 1941.*

Nell'attuare la direttiva 790/2019 il legislatore italiano dovrà decidere come sfruttare gli spazi ampi di discrezionalità che abbiamo visto essergli stati riservarti da quello euro-unitario. E dovrà farlo stabilendo fra l'altro se introdurre la sola misura minimale di protezione *ex* art. 20 oppure aggiungervi strumenti di perequazione più protettivi degli autori, a carattere generale o soltanto settoriale. Dovrà poi decidere come strutturare queste misure, tra le quali *in primis* il meccanismo di adeguamento *ex* art. 20, stabilendo fra l'altro se e come avvalersi delle eccezioni consentite dal legislatore euro-unitario, quale contenuto dare all'obbligo di trasparenza *ex* art. 19, come disciplinare il regime degli utilizzatori secondari. Ed inoltre dovrà stabilire come intervenire sugli strumenti di perequazione già esistenti nel nostro ordinamento, i quali hanno carattere particolare, in quanto sono calibrati ognuno su alcuni generi di opere o *performance* piuttosto che su alcune modalità di loro utilizzazione. Su quest'ultimo piano il legislatore italiano dovrà d'altro canto considerare che una parte degli strumenti perequativi esistenti trae origine da interventi normativi euro-unitari, rispetto ai quali occorrerà verificare le modalità di coordinamento previste dalla direttiva 790/2019.

Tra i meccanismi di perequazione da considerare a questo fine rientrano in particolare (i) l'attribuzione *ex* artt. 5 direttiva 115/2006 e 18-*bis* l.aut. ad autori ed artisti del diritto irrinunciabile ad un'equa remunerazione per il noleggio delle opere e *performance* contenute in supporti sonori o audiovisivi, in caso di cessione del relativo diritto esclusivo; (ii) la previsione *ex* artt. 1 direttiva 84/2001 e 144 ss. l.aut. a beneficio dell'autore delle opere delle arti figurative del diritto irrinunciabile ad un compenso proporzionato al prezzo di ogni rivendita dell'esemplare originale successiva alla prima cessione (cd.

droit de suite)[90]; (iii) l'attribuzione *ex* art. 3 parr. 2-*ter* e seguenti direttiva 116/2006 (come novellata dalla direttiva 77/2011) agli artisti di un diritto irrinunciabile ad una remunerazione annua supplementare da parte del produttore fonografico per lo sfruttamento delle loro *performance* dopo il 50 anno dalla pubblicazione dei relativi fonogrammi; (iv) l'attribuzione *ex* art. 15.5 direttiva 790/2019 agli autori delle opere incluse nelle pubblicazioni di carattere giornalistico del diritto a ricevere una quota adeguata dei proventi percepiti dall'editore per il loro uso da parte dei prestatoti dei servizi della società dell'informazione[91]. Al di fuori di esigenze di uniformazione a prescrizioni del diritto euro-unitario occorre infine considerare (v) la riserva *ex* artt. 46 terzo e quarto comma e 46-*bis*, primo e terzo comma, l.aut.[92], agli autori di due diverse serie (la prima rinunciabile, l'altra irrinunciabile) di diritti ad equo compenso calibrati sulla misura dello sfruttamento economico dell'opera cinematografica, assai simili per contenuto a quelli attribuiti dall'art. 84 secondo e terzo comma agli artisti che nelle opere cinematografiche o assimilate sostengono una parte di notevole importanza artistica; (vi) nel caso di stipula di un contratto di edizione, archetipo dei contratti di durata nel campo della proprietà

[90] Si potrebbe contestare l'inquadramento della disciplina del *droit de suite* tra le regole sulla circolazione dei diritti d'autore obiettando che la cessione dell'esemplare unico ivi regolata potrebbe riguardare soltanto il *corpus mechanicum* e non la privativa patrimoniale. Tuttavia questa fattispecie risulta abbastanza infrequente, mentre normalmente la cessione comprende anche il diritto d'autore sull'opera figurativa, cosicché le regole sul diritto di seguito hanno tipicamente l'effetto di limitare l'autonomia negoziale nella disciplina del trasferimento (oltre che dell'esemplare unico, anche) della privativa patrimoniale (per un diverso inquadramento v. tuttavia T. RIIS, *Remuneration Rights in EU Copyrigt Law*, in *IIC* 2020, 447 ss.).

[91] In modo formalistico si potrebbe sostenere che l'art. 15.5 direttiva 790/2019 non opera un'integrazione del rapporto contrattuale tra l'autore/giornalista e l'editore a stampa, ma prevede una ripartizione tra l'uno e l'altro dei proventi derivanti dall'esercizio del diritto connesso della casa editrice sull'utilizzo *online* delle pubblicazioni di carattere giornalistico. Le opere dallo sfruttamento delle quali l'art. 15.5 fa discendere l'obbligo del compenso sono tuttavia inscindibili rispetto alle pubblicazioni a stampa che le contengono, cosicché sul piano sostanziale la previsione in esame introduce un meccanismo perequativo che beneficia l'autore per l'utilizzo *online* delle sue creazioni intellettuali, integrando *ex lege* il *quantum* del compenso pattuito con l'editore.

[92] È discusso peraltro se i commi terzo e quarto dell'art. 46 siano stati implicitamente abrogati dal d.lgs. 26 maggio 1997 n. 154, che ha introdotto nella legge d'autore l'art. 46-*bis*, come sostiene ad esempio D. DE ANGELIS, *Commentario breve alle leggi su proprietà intellettuale e concorrenza*[4], diretto da L.C. Ubertazzi, Cedam, Padova, 2007, *sub* art. 46 l.aut. Resta tuttavia da capire se in mancanza di un'abrogazione espressa ad opera del d.lgs. n. 154/1997 le previsioni *ex* art. 46 possano ritenersi ancora in vigore come regime speciale per la proiezione pubblica dell'opera.

intellettuale, la previsione *ex* art. 130 l.aut. di una regola inderogabile – fatti salvi taluni casi nominati – che prevede un compenso a partecipazione, determinato in base ad un *naturale negotii* in misura pari ad una percentuale del prezzo di copertina degli esemplari venduti; ed infine (vii) l'imposizione *ex* art. 180, quinto comma, l.aut. a SIAE di riservare agli autori una quota dei proventi dello sfruttamento delle opere amministrate da ripartire tra gli aventi diritto, con previsione che impone implicitamente l'operare di un analogo meccanismo perequativo nel rapporto tra l'autore ed il suo cessionario che intenda devolvere la gestione dei diritti acquisiti alla *collecting society* [93].

A mio parere per perseguire una soluzione equilibrata ed efficiente, nonché coerente con i dettami del paternalismo "asimmetrico" o "libertario", occorre incentrare la perequazione soprattutto sugli obblighi informativi e sul meccanismo di adeguamento contrattuale previsti dagli artt. 19-20 della direttiva, dando loro una struttura che nel proteggere in modo effettivo gli autori ed artisti eviti di gravare l'impresa culturale di costi (anche di transazione) tali da disincentivarne gli investimenti, senza perdere di vista l'obiettivo di garantire a tutti i soggetti in campo qualche spazio significativo per esercitare la loro libertà negoziale.

Già abbiamo visto che la disciplina *ex* art. 20 direttiva 790/2019 sembra consentire (ed anzi pare ragionevolmente suggerire) di costruire il meccanismo di adeguamento in forma di diritto di autori ed artisti a reclamare periodicamente dall'utilizzatore una remunerazione aggiuntiva in forma di percentuale adeguata ed equa dei proventi ottenuti dallo sfruttamento di opere o *performance*, intesi come il differenziale tra i ricavi ed i costi inerenti alla loro utilizzazione professionale. A sua volta l'art. 19 dovrebbe imporre all'impresa culturale la *disclosure* di informazioni sufficienti per autori ed artisti al fine di valutare se e quando attivare (prima amichevolmente, in subordine per via contenziosa) il meccanismo di adeguamento contrattuale *ex* art. 20.

In questo modo, coordinando una versione efficace del meccanismo di perequazione forzosa *ex* art. 20 con regole effettive di *smart disclosure ex* art. 19, pare possibile dare vita ad un regime che possa incentivare scelte negoziali mirate a prevenire futuri contenziosi: mediante l'offerta *ex ante* ad autori ed artisti di condizioni contrattuali – ragionevolmente in forma di percentuali adeguate ed eque di partecipazione ai profitti generati dallo sfruttamento di opere e *performance* [94], salvi i casi nei quali ciò non sia possibile [95] – in grado

[93] Su questa previsione v. A. Cogo, *I contratti di diritto d'autore*, (nt. 6), 58 s.

[94] La pratica negoziale potrà poi aiutare a sviluppare soluzioni più articolate, nell'ambito delle quali l'assegnazione di una percentuale dei proventi dello sfruttamento di opere *perfor-*

di anticipare esiti quantitativamente omogenei rispetto alla protezione che sarebbe conseguibile *ex post* per via giudiziale, azionando la misura *ex* art. 20.

In questo scenario resta da capire se e come integrare il livello di tutela garantito dagli artt. 19-20 direttiva 790/2019 mediante altre misure di perequazione a carattere generale o particolare. A questo riguardo mi pare preferibile lasciare ai meccanismi ora ricordati il ruolo di strumenti generali di protezione dell'autore e dell'artista, omettendo di aggiungervi misure più protettive con vocazione ad essere applicate *omnibus* [96], ad eccezione forse – e previa comparazione attenta dei vantaggi e degli svantaggi per le categorie dei soggetti in campo, da consultare sul percorso – della possibilità di estendere il meccanismo di adeguamento previsto dall'art. 20 al caso della cessione dei diritti

mance potrà combinarsi con la garanzia di un *minimum* di remunerazione *à forfait*, che d'altro canto sarà tipicamente pretesa (ed ottenuta) quanto meno dagli autori ed artisti già affermati.

[95] Una casistica generale di situazioni nelle quali per le parti risulta impossibile determinare *ex ante* un compenso proporzionato è offerta dall'art. L. 131-4 *alinéa* 2, che autorizza il ricorso al *forfait* quando non sia prevedibile la base di calcolo per la *rémuneration proportionnelle* (ad esempio, nel *broadcasting* di opere audiovisive, nell'uso a fini pubblicitari), ovvero non sia praticabile il controllo dell'esistenza di una proporzionalità effettiva, oppure il calcolo e/o il controllo generino costi sproporzionati, ovvero qualora la natura o le condizioni dello sfruttamento dell'opera rendano impossibile un compenso a percentuale (in ragione del contributo limitato dell'autore oppure del carattere accessorio dell'opera rispetto all'oggetto dello sfruttamento, come accade per gli articoli di giornale, gli arrangiamenti musicali, il *design* dei gioielli). A questi casi generali l'art. L. 131-4 *alinéa* 2 equipara anche quello del *software*, nonché altri previsti da varie disposizioni speciali (tra i quali i *forfait* autorizzati dall'art. L.132-6 nell'ambito del *contrat d'édition* e per la stampa periodica). Proprio ai casi ora visti l'ordinamento francese riserva il rimedio del meccanismo di adeguamento contrattuale *ex post* regolato dall'art. L. 131-5.

[96] A mio modo di vedere l'art. 18 par. 1 della direttiva (certamente autorizza, ma) non obbliga gli stati membri ad introdurre una previsione che stabilisca il diritto dell'autore e dell'artista a pretendere *ex ante* una remunerazione adeguata e proporzionata rispetto al (putativo) valore economico dell'opera o della *performance*, indipendentemente da una verifica *ex post* dell'esistenza di uno squilibrio tra il compenso pattuito ed i proventi effettivamente conseguiti dall'imprenditore culturale. Diversamente mi pare invece ritenere P. FABBIO, (nt. 38), 102 s., sulla scorta di una ricostruzione dei rapporti tra gli artt. 18 e 20 direttiva 790/2019 che procede in parallelo con le previsioni contenute nei §§ 32 e rispettivamente 32a UrhG. L'interpretazione qui preferita (del valore precettivo) dell'art. 18 par. 1 mi pare peraltro suggerita dal fatto che l'art. 23 direttiva 790/2019 non lo contempla tra le previsioni insuscettibili di deroga pattizia, qualificandolo implicitamente come una mera indicazione di principio. La linea ermeneutica qui proposta mi sembra d'altro canto la più conforme alle indicazioni di carattere politico-giuridico previste dal par. 2 del medesimo art. 18 (sulle quali v. *supra* il paragrafo 4), ragionevolmente incompatibili con l'idea che dal par. 1 discenda l'obbligo di adottare misure perequative che intervengano a correggere gli esiti dell'autonomia privata e del meccanismo del mercato per gravare l'impresa culturale di costi fissi, in quanto non relazionati ai ricavi percepiti dallo sfruttamento dell'opera o della *performance*.

d'autore o connessi con compenso *à forfait*, secondo uno schema analogo a quelli previsti dall'art. L. 131-5 CPI francese e dal § 32a UrhG tedesco.

L'assetto complessivo che discende da questa linea di attuazione delle misure perequative della direttiva 790/2019 mi pare obbedire ad uno schema efficace di *soft paternalism*: che da un lato prevede – in via di *default*, per il caso di mancato accordo tra le parti – regole capaci di proteggere *ex post* il contraente debole; mentre dall'altro lascia all'autonomia privata la possibilità di selezionare di volta in volta l'assetto più equilibrato, anche più protettivo di autori ed artisti, per massimizzare il soddisfacimento degli interessi coinvolti e governare *ex ante* i costi di transazione.

È pur vero d'altro canto che i legislatori nazionali sono autorizzati dall'art. 18 a derogare in via generale alla tutela minimale prevista dalla direttiva, anche tramite l'adozione di meccanismi perequativi *ex ante*: che prevedano ad esempio l'imposizione agli utilizzatori dell'obbligo di pagare ad autori ed artisti compensi predeterminati *ab externo*, magari raccolti direttamente da società di gestione collettiva; ovvero mediante misure che impongano di assegnare ad autori ed artisti una remunerazione aggiuntiva più elevata della ripartizione dei proventi prevista dall'art. 20, in quanto legata ad esempio alla misura effettiva dell'utilizzazione di opere e *performance*, oppure all'ammontare dei soli ricavi generati dal loro sfruttamento economico, senza conteggiare i costi inerenti.

In questo scenario pare tuttavia preferibile che misure più protettive del *minimum ex* art. 20 siano adottate soltanto per determinati ambiti settoriali, ove – magari per garantire il rispetto (e comunque, mai in violazione) del principio di eguaglianza sostanziale – si ritenga necessario introdurre regole di ripartizione solidaristica dei proventi dello sfruttamento delle opere dell'ingegno e delle *performance* artistiche. Un'applicazione più generalizzata di queste misure mi pare invece non opportuna, in quanto potrebbe provocare un effetto di disincentivo degli investimenti dell'imprenditore culturale, con conseguenti effetti negativi anche per gli autori e gli artisti [97]. Più in generale, questa applicazione generalizzata pare sconsigliata dalla natura eccezionale degli strumenti perequativi in esame, che introducendo deroghe – ancor più marcate di quelle *ex* art. 20 – al principio di irrilevanza dell'equità dello scam-

[97] Già abbiamo visto infatti al paragrafo 4 che calibrare ad esempio la remunerazione aggiuntiva sull'ammontare dei ricavi generati dall'opera o dalla *performance* – magari in forma di percentuale stimata mediamente equa, in ragione dei prevedibili profitti dell'utilizzatore – avrebbe l'effetto di imporre all'impresa culturale un costo fisso, che potrebbe disincentivarne gli investimenti nella promozione del lavoro degli autori o degli artisti, in via assoluta ovvero oltre una determinata soglia quantitativa.

bio dovrebbero invece costituire l'*extrema ratio*, alla quale ricorrere soltanto quando la sperequazione sia certa, ineludibile e quantitativamente assai rilevante. Solo a queste condizioni pare d'altro canto rispettata l'indicazione offerta dall'art. 18 paragrafo 2 direttiva 790/2019, in base al quale le misure nazionali di attuazione dell'obbligo di remunerazione adeguata e proporzionata devono essere quanto più possibile rispettose del «principio della libertà contrattuale».

Da questa impostazione deriva per corollario la necessità di provare ad "assorbire" quanto più possibile nel meccanismo generale di adeguamento *ex* art. 20 le misure di perequazione già esistenti, con l'eccezione di quelle che prevedano un *plus* di protezione giustificato da esigenze particolari [98].

Scorrendo il catalogo delle misure perequative di fonte euro-unitaria già esistenti mi pare che un'autonomia piena dovrà anzitutto mantenere la normativa sul diritto di seguito per le opere delle arti figurative, che ha natura di *lex specialis* per questo genere di creazioni: e ciò in ragione delle profonde diversità strutturali che questa disciplina presenta rispetto al meccanismo di adeguamento contrattuale *ex* art. 20. Salvo che non decida di riservare in via generale l'amministrazione della remunerazione *ex* art. 20 a società di gestione collettiva il legislatore italiano dovrà poi preservare la previsione *ex* art. 84 *bis*, che attuando l'art. 3 par. 2-*ter* e seguenti direttiva 116/2006 (come novellata dalla direttiva 77/2011) ha attribuito agli artisti un diritto irrinunciabile ad una remunerazione annua supplementare a carico del produttore fonografico per lo sfruttamento delle loro *performance* dopo il 50 anno dalla pubblicazione dei relativi fonogrammi, con riserva di gestione a beneficio delle *collecting societies* [99].

---

[98] Scarso rilievo pratico pare avere l'indicazione assai generica *ex* art. 1 par. 2, ove si legge che la direttiva 790/2019 «non modifica e non pregiudica le norme stabilite dalle direttive attualmente in vigore nel settore», tra le quali sono menzionate in modo espresso – seppure con indicazione palesemente esemplificativa – le direttive 96/9/CE, 2000/31/CE, 2001/29/CE, 2006/115/CE, 2009/24/CE, 2012/28/UE e 2014/26/UE.

[99] Nel caso qui considerato la misura della perequazione è regolata direttamente dall'art. 3 direttiva 116/2006, con riserva all'artista di una remunerazione aggiuntiva pari al 20% dei ricavi da riproduzione, distribuzione e messa a disposizione del fonogramma contenente la *performance*, senza detrazione delle spese sostenute dal produttore discografico. Ed in mancanza di una previsione espressa in contrario nella direttiva 790/2019 questa misura quantitativa non pare modificabile dai legislatori nazionali. Resta peraltro da rilevare che un ammontare così elevato, per giunta indipendente dai costi inerenti allo sfruttamento della *performance*, trova giustificazione nel fatto che dopo cinquant'anni dalla pubblicazione del prodotto discografico gran parte dei costi fissi a carico della casa discografica è stata di norma ammortizzata, cosicché rimane tipicamente una quota significativa di profitto da spartire con l'artista. Più in gene-

A prima vista non pare invece impossibile raccordare l'operare del meccanismo di perequazione regolato dall'art. 20 con la previsione *ex* art. 15.5 direttiva 790/2019, che attribuisce all'autore il diritto a ricevere una quota adeguata dei proventi percepiti dall'editore per l'utilizzazione *online* delle opere incluse nelle pubblicazioni di carattere giornalistico, seppure in questo caso occorrerà ragionevolmente una previsione espressa che imponga di ripartire i relativi importi – formalmente pur sempre derivanti dall'esercizio di un diritto (non d'autore, ma) connesso – tra la casa editrice ed il giornalista [100].

In ragione della loro affinità strutturale, tra le misure che potrebbero essere assorbite e sostituite dal meccanismo *ex* art. 20 potrebbero rientrare a prima vista la regola *ex* art. 180, quinto comma, l.aut., nonché le previsioni *ex* artt. 5 direttiva 115/2006 e 18-*bis* l.aut. Un discorso analogo parrebbe poi valere per i diritti "autoctoni" ad equo compenso previsti per l'autore dagli artt. 46 commi, terzo-quarto e 46-*bis*, commi primo-terzo, per l'artista dall'art. 84, commi secondo-terzo, l.aut. È pur vero tuttavia che le disposizioni ora ricordate si applicano anche in caso di cessione dei diritti d'autore ed artista a fronte di corri-

rale la misura perequativa in esame rappresenta un meccanismo per la condivisione forzosa dei benefici che la direttiva 77/2011 ha generato al produttore discografico mediante l'estensione della durata dei suoi diritti connessi (al pari di quelli, tipicamente da lui acquistati, sulle *performance* artistiche contenute nei suoi fonogrammi) da 50 a 70 anni. Tanto suggerisce che questa misura di perequazione presenta caratteri di notevole peculiarità, che la rendono insuscettibile di costituire un modello o comunque un punto di riferimento in sede di applicazione delle misure perequative da adottare in attuazione degli artt. 18 ss. direttiva 790/2019. La particolarità della *ratio* di questa misura, che la rende in qualche modo eterogenea rispetto a quelle *ex* artt. 18 ss., può spiegare d'altro canto la mancanza di un rinvio alla direttiva 116/2006 (come novellata dalla direttiva 77/2011) tra le fonti comunitarie preservate espressamente dall'art. 1.2 direttiva 790/2019.

[100] Introdotta questa previsione espressa basterebbe poi stabilire che il diritto dell'autore/giornalista è regolato dal meccanismo di adeguamento adottato in via generale per attuare l'art. 20 direttiva 790/2019. Né mi pare che la soluzione qui proposta sia impedita dal fatto che la remunerazione prevista dall'art. 15.5 sia dichiarata dover essere solo «adeguata» ma non anche «equa», in ragione della già segnalata interrelazione tra le due nozioni ora ricordate. In questo caso, poiché l'utilizzazione delle opere giornalistiche regolata dall'art. 15 direttiva 790/2019 presuppone a monte la cessione dei relativi diritti (o la concessione di una licenza d'uso) all'editore, parrebbe comunque ragionevole conteggiare i proventi generati dall'esercizio del diritto connesso ai fini del calcolo della remunerazione aggiuntiva che la casa editrice dovrà garantire al giornalista. Per contro, in assenza di un coordinamento con la misura *ex* art. 20 direttiva 790/2019, la previsione di uno strumento di perequazione a carattere speciale per le opere giornalistiche richiederebbe di escludere i proventi *ex* art. 15 dall'operare del meccanismo generale di adeguamento contrattuale, che potrebbe operare nel (solo) caso della (ri)utilizzazione dell'opera in contesti diversi da quello giornalistico (ad esempio: per farne una raccolta editoriale, per trarne un film, un'opera televisiva o altro audiovisivo, etc.).

spettivi *una tantum*, cosicché la sopravvivenza delle regole ora ricordate potrebbe essere giustificata qualora il legislatore italiano decidesse di non estendere il meccanismo di perequazione *ex* art. 20 direttiva 790/2019 al di fuori dell'ambito dei contratti di durata [101].

Resta peraltro da dire che ove mai l'autonomia di queste previsioni fosse preservata un'evidente esigenza di rispetto del principio di eguaglianza ne imporrebbe una revisione accurata. A ben vedere il nuovo contesto normativo stabilito dagli artt. 18 e 20 direttiva 790/2019 pare infatti ostare al mantenimento di previsioni normative – quali sono quelle *ex* artt. 18-*bis*, 46-*bis* ed 84 l.aut. – che attuano forme di redistribuzione di risorse a beneficio degli autori e degli artisti senza alcun legame con l'accertamento puntuale di situazioni di iniqua sproporzione nel riparto dei benefici ricavati (o quanto meno ricavabili) dallo sfruttamento economico dell'opera o della *performance*. Più in generale, regole di tal genere paiono contrastare *prima facie* con i limiti stabiliti dall'art. 18 in tema di garanzia del buon funzionamento del mercato dei prodotti culturali, nonché di giusto equilibrio tra diritti ed interessi antagonisti.

Tra le previsioni assorbibili dalla disciplina generale di attuazione dell'art. 20 direttiva 790/2019 (e dunque meritevoli di abrogazione), o quanto meno necessitanti di una vigorosa opera di coordinamento con il futuro meccanismo di adeguamento contrattuale, potrebbe infine rientrare l'intero regime stabilito dall'art. 130 l.aut. sul corrispettivo dell'autore nell'ambito del contratto di edizione, del quale occorrerà valutare tra l'altro se mantenere (e come corredare di sanzioni) il divieto di remunerazione forfetaria al di fuori del catalogo di

[101] Sulle modalità del coordinamento tra le misure citate nel testo e la previsione generale *ex* art. 20 direttiva 790/2019 è destinata ad incidere (tra l'altro, anche) la scelta se imporre o meno in via diretta agli utilizzatori secondari (quali sono di norma i noleggiatori, nonché gli imprenditori menzionati *ex* artt. 46-*bis* ed 84 l.aut.) l'obbligo di pagare all'autore o all'artista la remunerazione adeguata ed equa. In particolare, optando per la prima soluzione il legislatore italiano potrebbe ragionevolmente valutare se abrogare *tout court* le previsioni in esame, che già prevedono di gravare direttamente i compensi ivi stabiliti sugli utilizzatori secondari. Tuttavia vedremo *infra* nel testo che il regime della remunerazione per le utilizzazioni secondarie potrebbe essere utilmente differenziato da settore a settore, senza alcuna previsione a carattere generale: cosicché in questo scenario le regole *ex* artt. 18-*bis* , 46-*bis* ed 84 l.aut. potrebbero essere conservate, qualora ad esempio si ritenesse utile valorizzarne qualche specificità (quale ad esempio il meccanismo di determinazione del compenso mediante contrattazione collettiva in base alla procedura *ex* art. 16 r.d. 18 maggio 1942, n. 1369). In quest'ultimo caso occorrerebbe peraltro estendere la disciplina ora ricordata al caso (non della cessione dei diritti, ma) della concessione della licenza d'uso di opere e *performance*, che attualmente non risulta contemplato dall'art. 18-*bis* l.aut. (né a monte dall'art. 5 direttiva 115/2006) né tanto meno dagli artt. 46-*bis* ed 84 l.aut., seppure rientri tra le fattispecie per le quali è obbligatorio introdurre la misura di perequazione *ex* art. 20 direttiva 790/2019.

fattispecie nelle quali è attualmente consentito prevedere un compenso *una tantum*, a sua volta eventualmente meritevole di aggiornamento [102].

Dal quadro sin qui delineato emerge la possibilità (ed anche l'opportunità) di costruire un regime di perequazione tendenzialmente allineato al *minimum* di tutela *ex* art. 20, fatte salve le deroghe di fonte euro-unitaria. In astratto permane tuttavia lo spazio per adottare regimi speciali che prevedano ulteriori misure derogatorie *in melius*, la possibilità delle quali è suggerita già dai lineamenti generali del sistema del diritto d'autore, fondato non a caso sul principio di autonomia delle facoltà di utilizzazione dell'opera dell'ingegno: che riflette (fra l'altro, anche) la diversità delle dinamiche del potere contrattuale dell'autore o dell'artista e rispettivamente dell'imprenditore nei vari settori dell'industria culturale [103]. Per risultare conformi al principio di eguaglianza sostanziale le deroghe *in melius* così stabilite dovranno avere tuttavia un fondamento oggettivo e durevole, cosicché sia preservato il «giusto equilibrio tra diritti ed interessi» al quale l'art. 18 par. 2 impone di ispirare le misure nazionali di attuazione della direttiva [104]. Più in generale, una tutela più intensa del soggetto debole sarà giustificata ove emerga tipicamente uno squilibrio di intensità tale da rendere inefficiente la perequazione *ex post* prevista dall'art. 20.

Tra queste deroghe *in melius* potrebbe ad esempio figurare il divieto di remunerazione forfetaria per il trasferimento dei diritti negli ambiti di mercato ove sia emersa una capacità diffusa degli imprenditori culturali di ottenerne la cessione da autori ed artisti per compensi tipicamente sproporzionati [105], se-

[102] Al riguardo occorre ricordare che il catalogo delle eccezioni *ex* art. 130 l.aut. riflette ragionevolmente esigenze eterogenee, quali per alcuni casi la difficoltà – quanto meno agli occhi del legislatore del 1941 – di prevedere un meccanismo di rendicontazione e remunerazione a percentuale (ad esempio: per le opere delle arti figurative), ovvero per altri casi il prevalere tipico dell'interesse dell'autore alla pubblicazione rispetto a quello a percepire una remunerazione proporzionata ai proventi dello sfruttamento dell'opera. (ad esempio: per le opere scientifiche). Per la previsione di un articolato divieto selettivo di remunerazione *à forfait*, basato su eccezioni definite mediante criteri di ampio respiro, v. l'art. L. 131-4 CPI.

[103] Sul rilievo del principio *ex* art. 19, primo comma, l.aut. nell'economia della gestione delle diverse facoltà componenti il diritto patrimoniale d'autore v. più in generale D. SARTI, *Diritti esclusivi e circolazione dei beni*, Giuffré, Milano, 1996, 394 ss.

[104] Su conflitti e tecniche di bilanciamento tra interessi antagonisti nel campo della proprietà intellettuale v. A. OTTOLIA, *The Public Interest and Intellectual Property Models*, Giappichelli, Torino, 2010, 123 ss.

[105] Già abbiamo visto al paragrafo 5 che la cessione dei diritti esclusivi a fronte di un compenso *à forfait* rimane ragionevolmente esclusa dall'area di applicazione naturale del *minimum* di protezione garantito dall'art. 20 direttiva 790/2019. Qualora pertanto il legislatore italiano decidesse di non estendere l'operatività di questa misura oltre il *minimum ex* art. 20 questo ge-

condo uno schema opposto rispetto a quello consigliato dal considerando 73, che raccomanda invece l'adozione di un divieto generale di remunerazione forfetaria mitigato da un catalogo di eccezioni [106].

L'operare del principio di eguaglianza, unito all'esigenza di preservare il «buon funzionamento» del mercato unico (anche digitale) dei prodotti culturali, potrà giustificare d'altro canto il ricorso alle deroghe *in peius* che la direttiva 790/2019 consente ai legislatori nazionali, tra le quali *in primis* la possibilità di prevedere che per alcune categorie di opere o determinate forme di utilizzazione la remunerazione aggiuntiva *ex* art. 20 sia determina à *forfait*. Sulla scorta della raccomandazione contenuta nel considerando 82 pare inoltre opportuno prevedere espressamente la libertà per l'autore e l'artista di cedere i diritti o concedere l'uso di opere e *performance* a titolo gratuito, salva la possibilità di attivare i rimedi ordinari di diritto privato (*in primis*, quelli previsti per i vizi della volontà) qualora questa pattuizione non rifletta una loro scelta libera e consapevole [107]. Nel caso che la gratuità della cessione o della concessione dipendano dalla volontà di compiere un atto di liberalità pare peraltro ragionevole consentire all'autore ed all'artista di esentare il beneficiato dall'a-

nere di contratti costituirebbe un'area del mercato non presidiata da misure di perequazione, nell'ambito della quale un divieto selettivo di remunerazione forfetaria potrebbe utilmente prevenire il rischio di abusi, specialmente in presenza di uno squilibrio tra le parti strutturale e ricorrente.

[106] *Prima facie* l'adozione di un divieto generalizzato di remunerazione forfetaria obbedisce ad una logica rigorosa di *hard paternalism*, che per proteggere il soggetto debole dello scambio sacrifica integralmente la libertà negoziale delle parti. Al fine di mitigare il rischio di abusi, nonché di incentivare l'autonomia privata a scegliere schemi di remunerazione che prevedano una remunerazione proporzionata di autori ed artisti, potrebbe rivelarsi utile la misura prevista dal § 40a UrhG, che nel caso delle licenze esclusive con compenso *à forfait* dispone la riespansione automatica del diritto dell'autore di sfruttare l'opera dopo il decorso di un termine decennale, con facoltà per la controparte di proseguirne l'uso non esclusivo per il rimanente tempo pattuito.

[107] L'esigenza di garantire ad autori ed artisti la possibilità di compiere validamente atti di liberalità è attestata tra l'altro dalla previsione di regole di tal genere tanto nell'esperienza francese (v. l'art. L. 122-7-1 CPI) quanto nell'esperienza tedesca (cfr. il § 32.3 UrhG). Ove non sia esplicitato lo spirito di liberalità la mancanza di un compenso per la cessione dei diritti o la concessione della licenza non è vietata per sé, né genera necessariamente problemi sul piano della causa del contratto ovvero della meritevolezza degli interessi perseguiti. E tuttavia espone con più facilità all'operare del meccanismo di adeguamento *ex* art. 20 direttiva 790/2019. Ne consegue la piena validità delle previsioni di gratuità della cessione o della concessione, alle quali le parti continueranno tipicamente a ricorrere nei casi ove difettino le *chances* per l'editore di conseguire un profitto ovvero sussistano interessi prevalenti dell'autore o dell'artista ad ottenere la pubblicazione dell'opera o della *performance*, che talvolta lo inducono addirittura a sostenerne *in toto* o *pro parte* le spese editoriali [per questi schemi negoziali v. il mio *Il contratto di edizione*, (nt. 5), 818].

dempimento degli obblighi informativi *ex* art. 19 direttiva 790/2019 [108].

Sul piano dell'area di applicazione soggettiva del meccanismo di perequazione *ex* art. 20 pare opportuno individuare in modo quanto più possibile puntuale una soglia minima ed al tempo stesso rilevante di contributo creativo o artistico per accedere al diritto alla remunerazione aggiuntiva, al fine di evitare che l'operare di logiche eccessivamente solidaristiche renda iniquo il criterio di perequazione – tanto per gli aventi diritto che hanno offerto i contributi più rilevanti quanto per i loro utilizzatori professionali – alterando il «giusto equilibrio tra diritti ed interessi» ed il «buon funzionamento» del mercato unico dei prodotti culturali predicati dal legislatore euro-unitario come linee guida del proprio intervento normativo. *A fortiori* questa soluzione pare imposta dal fatto che ogni ampliamento della platea degli aventi diritto – con progressione almeno geometrica ogni volta che si abbassi la soglia per accedervi – moltiplica i costi transattivi, quanto meno quelli di gestione burocratica del meccanismo perequativo.

In concreto per gli autori il problema si porrà soltanto nel caso delle opere soggettivamente complesse, che nascano dalla fusione o rispettivamente dall'accostamento tra più contributi creativi. E riguarderà soprattutto i generi particolarmente compositi, quali ad esempio le opere multimediali, che fondono insieme un'ampia varietà di apporti tra loro eterogenei per natura e rilevanza. Per gli artisti sarà possibile ricavare insegnamenti significativi dall'esperienza maturata nell'applicazione dell'art. 84, secondo comma, l.aut., che riserva il diritto ad equo compenso ivi previsto a coloro che nell'opera cinematografica sostengono una parte di notevole importanza artistica, anche se di artista comprimario [109]. La prassi applicativa aiuterà poi nel tempo a definire criteri equilibrati per ripartire la remunerazione aggiuntiva tra i titolari dei diversi apporti contenuti nell'opera o nella *performance* a carattere plurisoggettivo.

Sul piano dei soggetti obbligati al pagamento della remunerazione aggiuntiva *ex* art. 20 resta da capire se gravarne la debenza in via diretta anche in ca-

[108] Per uno spunto in questo senso v. il considerando 74 della direttiva 790/2019.

[109] A questo fine potranno assumere rilievo le definizioni di "artista primario" ed "artista comprimario" nei settori musicale ed audiovisivo previste dall'art. 1 D.P.C.M. 17 gennaio 2014, che identificano figure certamente meritevoli di ricevere la remunerazione aggiuntiva, seppure secondo misure diversamente graduabili.

Altrettanto rilevante ai fini dell'identificazione delle categorie di artisti meritevoli della tutela *ex* art. 20 direttiva 790/2019 pare essere l'art. 82 l.aut., che riserva la tutela morale ad alcune categorie limitate di soggetti, quali in particolare 1) coloro che sostengono nell'opera o composizione drammatica, letteraria o musicale, una parte di notevole importanza artistica, anche se di artista esecutore comprimario; 2) i direttori dell'orchestra o del coro; 3) i complessi orchestrali o corali, a condizione che la parte orchestrale o corale abbia valore artistico di per sé stante e non di semplice accompagnamento.

po agli utilizzatori secondari (e così tipicamente ai sub-licenziatari dell'opera o della *performance*), che pure non hanno una relazione contrattuale diretta con autori ed artisti, i quali in tal caso potranno avvalersi dei servizi di negoziazione collettiva e raccolta centralizzata offerti dalle *collecting societies*. Ovvero se sia preferibile limitarsi a conteggiare i proventi degli utilizzatori secondari tra quelli per i quali l'acquirente dei diritti esclusivi o il licenziatario diretto di opere e *performance* debba pagare la remunerazione adeguata ed equa, rimettendo all'autonomia negoziale – e dunque al rapporto contrattuale che lega questi soggetti – il compito di selezionare le modalità più efficienti per regolarne i reciproci rapporti.

La scelta tra le opzioni ora illustrate deve essere guidata ancora una volta dall'obiettivo del «buon funzionamento» del mercato unico, dal quale discende l'opzione per un regime capace di evitare la burocratizzazione eccessiva del meccanismo di adeguamento contrattuale, che comporterebbe la moltiplicazione dei costi (anche di transazione) per gli utilizzatori secondari, il disincentivo dei loro investimenti e la riduzione dei proventi da condividere con autori ed artisti.

In concreto potrebbe tuttavia rivelarsi impossibile individuare un'unica soluzione capace di garantire efficienza per tutti ed ognuno i variegati ambiti ove esiste l'esigenza di assicurare la remunerazione equa ed adeguata, poiché dal diverso atteggiarsi del potere contrattuale – tra cessionari o licenziatari e rispettivamente autori ed artisti, tra i primi e gli utilizzatori secondari – potrebbero emergere da settore a settore esiti applicativi di segno eterogeneo, con alternanza di assetti equilibrati, eccessi di burocratizzazione, carenze di effettività della tutela. Tanto potrebbe suggerire la possibilità di un assetto a geometria variabile, nel quale la scelta tra le modalità di trattamento degli utilizzatori secondari sia calibrata sulle peculiarità tipiche dei rapporti di forza tra le diverse coppie di contraenti in campo.

In questo modo negli ambiti ove il cessionario dei diritti d'autore o d'artista abbia tipicamente una relazione stabile con l'utilizzatore secondario, connotata dalla disponibilità di un grado significativo di potere contrattuale, potrebbe essere ragionevole gravare formalmente il primo dell'obbligo della remunerazione equa ed adeguata per lo sfruttamento dell'opera o della *performance* da parte di quest'ultimo, incentivandolo a pattuire con la controparte le modalità più efficienti di contabilizzazione dei proventi dell'utilizzazione secondaria e di pagamento del *quantum debeatur* all'autore ed all'artista [110].

I settori che vedono la presenza di utilizzatori secondari con significativo

[110] Questo potrebbe essere ad esempio il caso dei rapporti tra produttori o distributori cinematografici e gestori delle sale di proiezione.

potere contrattuale [111], al pari di quelli caratterizzati da frammentazione elevata e localizzazione capillare sul territorio delle attività di sfruttamento [112], paiono essere invece il campo d'elezione per la gestione collettiva della remunerazione, idonea a beneficiare (non solo autori e artisti, ma) anche gli operatori professionali: che godrebbero i vantaggi tipicamente derivanti dall'unificazione (o quanto meno dalla riduzione) dei tavoli negoziali da presidiare, con possibilità conseguente di mitigare i costi di transazione. Queste forme di *hard paternalism* necessitano tuttavia di essere adeguatamente sorvegliate sul piano del diritto *antitrust*, per evitare che concentrazioni eccessive di mandati siano strumentalizzate al fine di (ottenere e) sfruttare abusivamente un potere di mercato non solo nei confronti di concorrenti ed utilizzatori secondari, ma anche – con singolare eterogenesi dei fini – verso autori ed artisti [113].

Nel caso di più cessioni dei diritti esclusivi, ai fini dell'individuazione univoca del debitore della remunerazione aggiuntiva, pare poi opportuno introdurre una regola *ad hoc* che (secondo lo schema noto del *droit de suite*) leghi l'obbligazione di pagamento alla posizione di titolarità dei diritti d'autore e connessi, con previsione di un meccanismo di accollo tra acquirente originario e successivi aventi causa derogabile soltanto con il consenso del creditore [114].

Modellare il contenuto dell'obbligo di trasparenza risulterà uno dei passaggi più delicati dell'attuazione della direttiva 790/2019, in quanto imposizioni eccessive aggraverebbero inutilmente i costi di transazione degli imprenditori culturali, raffreddandone la propensione ad investire nelle opere e nelle *performanc*e, mentre flussi informativi inadeguati minerebbero l'effettività della perequazione a danno dell'autore e dell'artista. In questo scenario sarà fondamentale costruire l'obbligo di trasparenza in stretta aderenza alle logiche della *smart disclosure*, con l'obiettivo di calibrare il flusso informativo sulle esigenze effettive di autori ed artisti, imponendo agli obbligati di offrire loro tutti e soltanto i dati indispensabili o comunque effettivamente utili per compiere una scelta consapevole riguardo all'esercizio del diritto alla remunerazione equa ed adeguata.

---

[111] Si pensi ad esempio ai rapporti tra produttori cinematografici e rispettivamente emittenti radiotelevisive, distributori via cavo ovvero altri prestatori di servizi di comunicazione a distanza delle opere audiovisive e delle relative *performance* artistiche.

[112] Questo potrebbe essere il caso, ragionevolmente recessivo, dei rapporti contrattuali tra i produttori e rispettivamente i noleggiatori delle opere audiovisive.

[113] Al riguardo si veda ad esempio il provvedimento di AGCM 25 settembre 2018, n. 27359 (reperibile in http://www.agcm.it), confermato da TAR Lazio, 26 settembre 2019, n. 11330 (leggibile a sua volta nel sito http://www.giustizia-amministrativa.it).

[114] Per una soluzione di questo genere v. l'art. 49 della LPI spagnola.

Per conseguenza la *disclosure* dovrà riguardare tutte le informazioni necessarie per calcolare i proventi di ogni opera o *performance*, quali *in primis* i ricavi per il suo sfruttamento economico ed i costi inerenti [115], con specificazione delle diverse modalità di utilizzazione alle quali la risorsa protetta è stata sottoposta, nonché del computo dell'eventuale remunerazione spettante all'autore o all'artista, se già quantificabile in base a regole stabilite per legge o contratto. Oltre a questi dati pare utile aggiungere anche un obbligo di *disclosure* delle informazioni rilevanti riguardo a tutti gli atti di ulteriore cessione o sub-licenza dell'opera o della *performance* [116], tra l'altro con l'obiettivo di semplificare l'individuazione dei soggetti tenuti al pagamento della remunerazione aggiuntiva [117].

Per massimizzare l'efficienza della *disclosure* sarà opportuno prevedere *ex lege* un elenco quanto più possibile standardizzato e dettagliato dei dati da fornire, evitando formulazioni eccessivamente generiche. Si potrà sfruttare d'altro canto la facoltà lasciata ai legislatori nazionali *ex* art. 19 par. 3 della direttiva, che consente di proporzionare i dati da fornire rispetto ai proventi, stabilendo soglie quantitative sotto le quali il quadro informativo potrà essere drasticamente ridimensionato. Tanto potrebbe avvenire prevedendo ad esempio che al di sotto di una misura determinata di ricavi la necessità di comunicare un vero e proprio "bilancio" dello sfruttamento economico dell'*intangible* (con indicazione dettagliata di entrate ed uscite) sia sostituita dall'obbligo di rendere noto il mero dato del fatturato lordo, per consentire all'interessato di verificare l'irrilevanza delle *chances* di ottenere una remunerazione aggiuntiva [118].

Varie tra le informazioni da condividere con l'autore o l'artista potrebbero

---

[115] Per un obbligo di rendiconto esteso anche ai costi inerenti allo sfruttamento imprenditoriale dell'opera audiovisiva v. gli artt. L. 251.1 e L. 251.9 del *Code du cinema et de l'image animée* francese (*ordonnance* n. 2009-901 del 24 luglio 2009).

[116] In questo senso v. per le opere audiovisive l'art. L. 132-28 del CPI francese.

[117] Resta da capire se sia opportuno garantire all'autore o all'artista il diritto alla *disclosure* completa della documentazione contrattuale delle cessioni o licenze operate dal suo dante causa. Esigenze di garanzia della riservatezza paiono suggerire l'opportunità di escludere obblighi rigidi al riguardo, lasciando che siano le parti a negoziare l'accesso a questa documentazione, magari previa stipula di *non disclosure agreements*. Resta ovviamente inteso che in caso di rifiuti di accesso che facciano ipotizzare comportamenti opportunistici del soggetto obbligato a pagare la remunerazione *ex* art. 20 l'esibizione dei relativi documenti potrà essere conseguita in sede contenziosa.

[118] Sull'esigenza che le informazioni oggetto dell'obbligo di *disclosure ex* art. 19 abbiano carattere dettagliato v. le considerazioni di R. ROMANO, *L'obbligo di trasparenza nella direttiva UE 2019/790 sul diritto d'autore e i diritti connessi nel mercato unico digitale*, in *AIDA* 2019, 118 ss.

avere peraltro carattere riservato, cosicché sarà opportuno stabilire per essi il divieto di usarle o divulgarle per fini diversi dall'esercizio del diritto *ex* art. 20, ovvero la facoltà per l'imprenditore culturale di subordinarne la *disclosure* all'assunzione *ex adverso* di obbligazioni che ne limitino l'utilizzazione o la comunicazione ulteriore [119].

Anche la disciplina di attuazione dell'art. 19 è peraltro destinata a svolgere principalmente una funzione di incentivo all'autonomia negoziale per l'adozione spontanea di forme di regolazione efficiente dei rapporti tra autori, artisti e loro cessionari o licenziatari. Ed infatti pure il contenuto della *disclosure* potrà essere disciplinato in via diretta per contratto fra le parti, cosicché le previsioni di fonte legale avranno soprattutto il ruolo di regole di *default*, destinate a fungere da base di partenza per la negoziazione tra privati, salvo trovare applicazione in sede contenziosa nei casi di sua inefficienza.

Resta poi da capire se sia opportuno stabilire un termine di prescrizione specifico – e così tra l'altro, un termine unitario – per l'esercizio dei diversi diritti posti a tutela dell'autore dalle norme che daranno attuazione agli artt. 19 e 20 direttiva 790/2019, al fine di evitare eventuali incertezze interpretative, ovvero per impedire che un lasso temporale assai lungo (qual è quello decennale ordinario) possa generare per l'impresa culturale sopravvenienze passive a grande distanza di tempo dall'emersione della fortuna commerciale dell'opera o della *performance*, impedendole una programmazione efficiente della copertura dei propri costi.

Sul piano pratico tra le conseguenze prevedibili dell'attuazione della direttiva 790/2019 rientra infine l'incremento di complessità dei rapporti contrattuali – non solo tra l'impresa culturale, gli autori e gli artisti, ma anche tra acquirenti o licenziatari esclusivi ed utilizzatori secondari di opere e *performance* – che l'autonomia privata dovrà governare, con conseguente necessità di stipulare testi negoziali più ricchi ed articolati rispetto al passato.

9. *Un nuovo regime per l'impresa culturale nel* digital single market.

Se esaminate nel loro insieme le misure di perequazione sin qui illustrate suggeriscono che il nostro ordinamento si trova alla vigilia di un vero e proprio cambio di paradigma nei rapporti tra l'autore, l'artista e l'impresa culturale.

Per lungo tempo ha prevalso infatti nel nostro paese un assetto di stampo moderatamente "evoluzionistico", che quasi ovunque – e salvo significative

[119] Per uno spunto in tal senso v. il considerando 76 della direttiva 790/2019.

eccezioni a carattere settoriale – vedeva i soggetti in campo confrontarsi secondo le regole del mercato, contrattando la cessione dei diritti esclusivi e la concessione di licenze in base al mero operare del meccanismo dei prezzi. Imponendo di attribuire in via generale all'autore ed all'artista una partecipazione adeguata e proporzionata ai proventi dello sfruttamento economico delle loro opere e *performance* la direttiva 790/2019 segna anche in Italia una svolta verso un assetto regolatorio di stampo marcatamente paternalistico [120], seppure con gli opportuni contemperamenti sopra illustrati.

In particolare, preso atto della divisione del lavoro ormai tipicamente intervenuta tra l'autore dell'opera, il suo interprete o esecutore e l'imprenditore culturale – secondo uno schema che vede quest'ultimo organizzare in modo professionale gli esiti creativi ed artistici dei primi – il legislatore euro-unitario ha introdotto fra loro una sorta di cointeressenza forzosa impropria, con la partecipazione necessaria del "contraente debole" ai profitti dello sfruttamento economico degli artefatti culturali e senza l'obbligo di sopportarne il relativo rischio d'impresa.

Oltre a proteggere in modo più intenso gli interessi patrimoniali degli autori e degli artisti il modello di regolazione così introdotto mira ragionevolmente ad incentivare la circolazione mercantile (e dunque la cessione o concessione mediante licenza) dei diritti esclusivi su opere e *performance*, confermandone la vocazione tradizionale di privative nascenti in capo ai creativi, agli interpreti o esecutori ma finalizzate – a seguito di vicende traslative tipicamente occorrenti – a beneficiare anche l'impresa culturale che opera in via professionale lo sfruttamento economico degli esiti del loro lavoro.

Se analizzata in coordinamento con ulteriori lineamenti che emergono dalla direttiva 790/2019 la disciplina *ex* artt. 18-21 – quale statuto generale dei rapporti con i "fornitori" della "materia prima" creativa ed artistica – pare disegnare l'embrione di un nuovo regime per l'impresa culturale nel *digital single market*, che rispetto al passato tende a rafforzarne la "responsabilità sociale" come motore di una politica vocata ad incentivare quanto più possibile (lo

[120] La delicatezza di questi interventi paternalistici, palesemente derogatori rispetto alle regole del libero mercato, giustifica peraltro l'ampia discrezionalità – già più volte rilevata – che il legislatore euro-unitario ha lasciato agli stati membri in sede di attuazione nazionale delle misure sin qui esaminate, al fine di consentirne un'armonizzazione adeguata con i principi di fondo delle loro diverse tradizioni normative. Né occorre sottolineare che questi spazi di discrezionalità potranno generare differenze di regime significative, con rischi rilevanti di concorrenza regolatoria e problemi di coordinamento nel caso di utilizzazioni a carattere transfrontaliero, nonché più in generale con la possibilità che un'eccessiva frammentazione delle diverse discipline nazionali pregiudichi il funzionamento efficiente del *digital single market* dei prodotti culturali.

sfruttamento economico, e di qui) la pubblicazione nonché in generale la disseminazione degli esiti della creatività umana.

In quest'ottica mi pare possa essere infatti riletto anche l'intervento normativo in tema di diritto di revoca *ex* art. 22 direttiva 790/2019, che codifica la prevalenza dell'interesse dell'autore alla pubblicazione dei risultati del suo lavoro creativo rispetto a quello dell'imprenditore culturale a massimizzare il proprio profitto, imponendo a quest'ultimo un ruolo di intermediario necessitato nella circolazione delle creazioni intellettuali presso la collettività [121], in uno scenario nel quale l'obbligo di divulgare l'opera rafforza tra l'altro le *chances* di adeguatezza ed equità della remunerazione di autori ed artisti, nonché l'incentivo conseguente alla loro creatività [122]. E d'altro canto una funzione di stimolo dell'ordinata circolazione delle opere e *performance* nel *digital single market* mi pare svolta pure dalla disciplina *ex* art. 17 direttiva 790/2019, che disegna un nuovo – e più gravoso – regime di responsabilità (o *rectius*, di gestione del rischio da violazione della proprietà intellettuale) per i prestatori dei servizi di condivisione *online* dei contenuti protetti, i quali sono tra i *player* fondamentali dell'economia post-industriale e costituiscono ormai il modello paradigmatico dell'impresa culturale digitale, in quanto capaci di distribuire in tempo reale qualsiasi genere di artefatti culturali ad ogni angolo del globo [123].

---

[121] Sul diritto di revoca *ex* art. 22 direttiva 790/2019 v. M. GRANIERI, *Right of revocation of authors and performers in the European online copyright directive*, in *AIDA* 2019, 128 ss., che ne teorizza la natura di diritto "quasi morale", vocato a proteggere interessi (non solo patrimoniali, ma) anche personali dell'autore alla circolazione dei risultati del proprio lavoro creativo.

[122] In caso di mancato sfruttamento assegnare all'autore ed all'artista un diritto di revoca del trasferimento dei relativi diritti o della concessione della licenza esclusiva significa renderne riutilizzabili gli investimenti – altrimenti idiosincratici – di tempo, lavoro e denaro impiegati per generare l'opera o la *performance*, favorendo l'insorgere di nuove *chances* per la loro circolazione mercantile e la conseguente disseminazione presso la collettività. Reciprocamente questa previsione comporta di rendere idiosincratici gli investimenti dell'acquirente o del licenziatario esclusivo, che già per questa ragione saranno incentivati a valorizzare le risorse così acquisite, incrementando per conseguenza le *chances* dell'autore e dell'artista di godere di una remunerazione adeguata per gli esiti del loro lavoro.

[123] Sulla disciplina *ex* art. 17 direttiva 790/2019 v. G.M. RUOTOLO, (nt. 16), 367 ss.; A. COGO, *Online content-sharing platforms as users of copyrighted contents*, in *AIDA* 2019, 68 ss.

The Administrative Board of Review of the European Central Bank. A critical analysis

Matteo Arrigoni [*]

ABSTRACT

The Administrative Board of Review provides the addressees of the European Central Bank supervisory decisions with effective protection of their rights within the Banking Union framework. Indeed, appealing to the Board is convenient compared to appealing to the Court of Justice of the European Union. However, the opinions of the Administrative Board of Review typically influence future judgments by the Court of Justice of the European Union, which is unlikely to diverge from what was decided at the administrative level. Therefore, instead of serving as a further instrument of protection, the Administrative Board of Review either shifts protection from the jurisdictional to the administrative level, if an individual decides to appeal to the Board; or it risks remaining a dead letter, if an individual prefers to appeal directly to the Court. Currently, the decision to appeal to the Administrative Board or directly to the Court of Justice depends on the authoritativeness and substantial independence of the members of the Administrative Board of Review. A further way to improve addressees' protection would be to publicize the opinions of the Administrative Board of Review, which could also increase the accountability of the Board without entailing high costs.

Keywords: *Banking Union – Single Supervisory Mechanism – Administrative Board of Review*

TABLE OF CONTENTS

1. Introduction. – 2. The regulatory strategies used by the European lawmaker. – 3. The problems inherent to the traditional forms of protection for the addressees of the authorities' decisions. – 4. The Administrative Board of Review. – 5. The benefits of the new tool. – 6. Practical implications and possible limits of the new system. – 7. A policy suggestion: the publication of ABoR's opinions. – 8. Conclusions.

[*] Assegnista di ricerca in diritto commerciale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano. E-mail: matteo.arrigoni@unicatt.it.

1. *Introduction.*

Within the framework of the Banking Union [1] and through the Single Supervisory Mechanism (SSM), [2] specific tasks are conferred on the European Central Bank (ECB) – in its composition as Single Supervisory Board (SSB) – concerning the supervision of credit institutions in order to "bolster the [European] Union, restore financial stability and lay the basis for economic recovery". [3] Indeed, "a single supervisory mechanism should ensure that the Union's policy relating to the prudential supervision of credit institutions is implemented in a coherent and effective manner, that the single rulebook for financial services is applied in the same manner to credit institutions in all Member States concerned, and that those credit institutions are subject to supervision of the highest quality, unfettered by other, non-prudential considerations". [4]

Some of these tasks are less discretionary and more rarely exercised, such

---

[1] For details, *ex multis*, see P. G. TEIXEIRA, *The Legal History of the Banking Union*, 18.3 *European Business Organization Law Review* (2017), 535; D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *European Banking Union*, Oxford, Oxford University Press, 2015; N. MOLONEY, *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, 51.6 *Common Market Law Review* (2014), 1609; N. VÉRON, *Europe's Radical Banking Union*, Bruegel Essay and Lecture Series (2015), 5.

[2] On the architecture and functioning of the first pillar of the Banking Union, without claiming to be complete, in the legal literature, E. CHITI, F. RECINE, *The Single Supervisory Mechanism in Action: Institutional Adjustment and the Reinforcement of the ECB Position*, 24.1 *European Public Law* (2018), 101; E. WYMEERSCH, *The Single Supervisory Mechanism or 'SSM', Part One of the Banking Union*, National Bank of Belgium Working Paper (2014), 255; C. V. GORTSOS, *Competence Sharing Between the ECB and the National Competent Supervisory Authorities Within the Single Supervisory Mechanism (SSM)*, 16.3 *European Business Organization Law Review* (2015), 401; C. BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The role of the ECB and the EBA*, LUISS Guido Carli, School of European Political Economy, working papers, (2014); F. CAPRIGLIONE, *European banking union. A challenge for a more united Europe*, 2.1. *Law and Economics Yearly Review* (2013), 5; E. FERRAN, V. S. G. BABIS, *The European single supervisory mechanism*, 13.2 *Journal of Corporate Law Studies* (2013), 255. On the other hand, in the economic literature and in the social and political literature, among others, see respectively A. BAGLIONI, *The European banking union: a critical assessment*, London, Springer, 2016; and D. HOWARTH, L. QUAGLIA, *The political economy of European banking union*, Oxford, Oxford University Press, 2016.

[3] Recital no. 2 of the Regulation (EU) No. 1024/2013 (Council Regulation (EU) No. 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions: hereinafter "SSM Regulation").

[4] Recital no. 12 of the SSM Regulation.

as authorising credit institutions and withdrawing authorisations of credit institutions.[5] Others, instead, are more discretionary, frequent and potentially more pervasive, such as the ECB's task of ensuring compliance with the acts which impose "requirements on credit institutions to have in place robust governance arrangements, including the fit and proper requirements for the persons responsible for the management of credit institutions".[6] More in detail, for example, the ECB verifies that each member of the board of directors of the banks subject to its supervision have the "fit and proper" requirements; thus, it can exclude a potential candidate from the role to be filled. An excessive discretion left to the ECB could entail the risk of arbitrariness and increase the inherent reputational risk, with a possible infringement of the rights of the addressees of the decisions or, better, an unjustified compression of their freedom to conduct a business.

This discretion cannot be unchallenged. Hence, it is crucial to allow the addressees of the ECB's decisions to effectively protect their rights.

On the one hand – and in general terms – "the ECB is an institution of the Union as a whole"; therefore, "it should be bound in its decision-making procedures by Union rules and general principles on due process and transparency".[7] Indeed, the Union is "based on the rule of law, inasmuch as neither its Member States nor its institutions can avoid a review of the question whether the measures adopted by them are in conformity with the basic constitutional charter, the Treaty".[8]

On the other hand – and in particular – the ECB is an independent authority[9] and, consequently, needs greater safeguards;[10] thus, "any shift of supervi-

---

[5] Art. 4, para. 1, let. a), SSM Regulation.

[6] Art. 4, para. 1, let. e), SSM Regulation.

[7] Recital no. 54, first part, of the SSM Regulation.

[8] Related to the former European Economic Community, see ECJ, 23 April 1986, *Les Verts v Parliament*, C-294/83, ECLI:EU:C:1986:166; this aspect is underlined by C. Brescia Morra, *The administrative and judicial review of decisions of the ECB in the supervisory field*, in Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia, 81 *Scritti sull'Unione Bancaria* (2016), 109. See, also, ECJ, 10 July 2003, *Commission v European Central Bank*, C-11/00, ECLI:EU:C:2003:395.

[9] The full independence – "in particular free from undue political influence and from industry interference which would affect its operational independence" – is fundamental for the ECB "in order to carry out its supervisory tasks effectively" (recital no. 75 of the SSM Regulation; see also art. 19 and art. 29, para. 1, SSM Regulation).

[10] The concern of a possible encroachment on arbitrariness is dating back. *Ex multis*, M. Everson, *Independent agencies: hierarchy beaters?*, 1.2 *European Law Journal* (1995), 180.

sory powers from the Member State to the Union level should be balanced by appropriate transparency and accountability requirements". [11] Whereas, the condition of having to respond to the choices made should encourage in the EU institutions that have political responsibility virtuous behaviour. [12]

Among other regulatory strategies, the European lawmaker established the Administrative Board of Review (ABoR) in the SSM framework, to allow an internal administrative review of the supervisory decisions taken by the ECB. Even if there are some benefits, a comprehensive analysis of how it works and the judicial system in which the ABoR is inserted leads to a conclusion – instead of a further instrument of protection, the introduction of the ABoR either shifts the protection from the jurisdictional to the administrative level (if it is considered reliable), or risks to remain a dead letter (if it is considered unreliable). Indeed, as a matter of fact, from the one hand, among the 38 requests for re-examination from 2014 to 2019 only 2 resulted in an ECB decision being abrogated and replaced with new decisions after ABoR Opinion (whereas, only 9 resulted in an ECB decision being amended or its reasoning being improved); [13] on the other hand, among the 4,934 ECB's supervisory decisions taken in 2016, only 0.16% were subject to review so far (and there is a similar percentage in the other years) [14] Thus, this good in-

---

The need for accountability is also affirmed by COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Council conclusions on the European Court of Auditors' Special Report No 29/2016: "Single Supervisory Mechanism – Good start but further improvements needed"*, n. 6558/17, Brussels, February 21, 2017, which emphasizes "the importance of ensuring the highest standards in terms of accountability and transparency of the SSM".

[11] Recital no. 55 of the SSM Regulation. This strategy is compliant with the international standards on the topic: see INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2017, Principle 2 – The Regulator should be operationally independent and accountable in the exercise of its functions and powers; and BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Bank for International Settlement, September 2012, Principle 2: Independence, accountability, resourcing and legal protection for supervisors, which states that on the one hand "the supervisor possesses operational independence, transparent processes, sound governance, budgetary processes that do not undermine autonomy and adequate resources" and on the other hand, it "is accountable for the discharge of its duties and use of its resources".

[12] In politics, like in every repetitive game, the path to achieve cooperation is a tit-for-tat strategy; this could teach the other players to cooperate. See R. AXELROD, *The Evolution of Cooperation*, Basic Book, New York, 1984.

[13] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Annual Report on supervisory activities*, 2019, table no. 4. Actually, the ABoR opinions were 28, because 5 requests were withdrawn, and 5 requests were declared inadmissible.

[14] Data collection is based on R. SMITS, *Interplay of administrative review and judicial pro-*

strument must be fixed and this paper is an attempt to contribute to do it.

The article is structured as follows. Section 2 presents the regulatory strategies used in the European Union to prevent the ECB from wielding an excessive margin of discretion in exercising its powers. The problems inherent to the traditional forms of protection for the addressees of the authorities' decisions are described in Section 3. Section 4 gives an overview of the new ABoR. The benefits of the new tool deriving from the rules governing its operation are described in Section 5, with a special focus on the reduction of both transaction costs and the deferential attitude typical of judgments against decisions of authorities with technical discretion. Instead, Section 6 underlines some practical implications and possible limits of the new system. Section 7 proposes, from a policy perspective, a possible solution. Section 8 concludes.

2. *The regulatory strategies used by the European lawmaker.*

In order to prevent the ECB from wielding an excessive margin of discretion in exercising its powers the legislator has adopted a multitude of accountability strategies. [15]

Traditionally [16] the typical *ex ante* mechanism consists of indicating the ob-

tection in European prudential supervision. Some issues and concerns, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 29.

[15] For a historical evolution, the definition of the concept of accountability in relation to the context, as well as for the purposes it pursues, see, *ex multis*, F. ALLEMAND, *Accountability and audit requirements in relation to the SSM*, in ECB LEGAL CONFERENCE, *Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities*, 4-5 September 2017, 59.

[16] Highlights of the voluminous literature on the role of independent authorities and, in particular, on their regulatory function as well as on their accountability include E. CHITI, *European Agencies' Rulemaking: Powers, Procedures and Assessment*, 19.1 *European Law Journal* (2013), 93; S. GRILLER, A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, 35.1 *European Law Review* (2010), 3; M. SCHOLTEN, M.V. RIJSBERGEN, *Limits of Agencification in the European Union*, 15 *German LJ* (2014), 1223; E. CHITI, *In the Aftermath of the Crisis–The EU Administrative System Between Impediments and Momentum*, 17 *Cambridge Yearbook of European Legal Studies* (2015), 311. With specific reference to ESMA, see C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Unleashing the European securities and markets authority: Governance and accountability after the ECJ decision on the short selling regulation (Case C-270/12)*, 15.1 *European Business Organization Law Review* (2014), 1; N. MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market–A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making*, 12.1 *European Business Organization Law Review* (2011), 41.

jectives of the supervisory activity. Indeed, "an effective system of banking supervision has clear responsibilities and objectives for each authority involved in the supervision of banks and banking groups". [17] In fact, the ECB is required to base its decisions [18] on the objectives set by the legislator, [19] which maintains control over its work; in other words, the supervisor "is accountable through a transparent framework for the discharge of its duties in relation to those objectives". [20]

Moreover, there are further *ex post* obligations for the ECB. In order to fill the so called "democratic deficit", *vis-à-vis* the institutions of the European Union – in fact, "the European Parliament and the Council as democratically legitimised institutions representing the citizens of the Union and the Member States" [21] – and national parliaments, [22] the ECB is obligated to report annually

---

[17] BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Bank for International Settlement, September 2012, Principle 1: Responsibilities, objectives and powers.

[18] Art. 22, para. 2, co. 2, SSM Regulation and art. 33 Regulation (EU) No 468/2014 (Regulation (EU) No 468/2014 of the European Central Bank of 16 April 2014 establishing the framework for cooperation within the Single Supervisory Mechanism between the European Central Bank and national competent authorities and with national designated authorities: hereinafter "SSM Framework Regulation").

[19] The ECB pursues the goals of contributing to (1) "the safety and soundness of credit institutions" and (2) "the stability of the financial system" – both within the Union and each Member State –, (3) "with full regard and duty of care for the unity and integrity of the internal market", and (4) with an "equal treatment of credit institutions" (art. 1 SSM Regulation). Other purposes are added to these: (5) "the protection of depositors"; (6) the improvement of "the functioning of the internal market"; (7) the respect of "the principles of equality and non-discrimination"; lastly, (7) "the conferral of supervisory tasks on the ECB should be consistent with the framework of the ESFS and its underlying objective to develop the single rulebook and enhance convergence of supervisory practices across the whole Union" (see recital no. 30 and 31 of the SSM Regulation).

[20] See BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Bank for International Settlement, September 2012, Principle 2: Independence, accountability, resourcing and legal protection for supervisors; in the same sense, INTERNATIONAL MONETARY FUND, *The Making of Good Supervision: Learning to Say "No"*, Monetary and Capital Markets Department, May 18, 2010, claims that "to balance independence, supervisory agencies should have to report to the public on their use of resources, key decisions, and as far as possible, the effectiveness of their supervision in relation to their supervisory objectives".

[21] Recital no. 55 of the SSM Regulation. Democratic accountability within the EU has been defined in art. 10 TEU: for an analysis of this aspect in relation to ECB's activity, see D. FROMAGE, *Guaranteeing the ECB's democratic accountability in the post-Banking Union era: An ever more difficult task?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law* (2019), 1.

on its activities and to reply orally or in writing to questions put to it. In addition, the Chair of the Supervisory Board of the ECB may share information on the execution of the institution's supervisory tasks. Furthermore, it is possible to have access to the ECB's files.[23] Even if dictated with the main purpose of guaranteeing the independence of the ECB, the special discipline of removal of a member of the SSB can also contribute to the protection of rights, preventing, in the most serious cases, the spreading of situations detrimental to the Union; the Chair of the Supervisory Board can in fact be removed from his office only when she "no longer fulfils the conditions required for the performance of his duties or has been guilty of serious misconduct".[24]

However, there are reasons that raise the urgency of identifying a different approach. First, the current strategies could be inadequate to challenge the discretion, because they serve different functions – as already mentioned, the functions of filling the "democratic deficit" or of guaranteeing the independence of the ECB. Second, they do not ensure effective protection for the addressees of decisions. The supervisory objectives are general clauses – standards – characterized by vagueness[25] and lacking quantitative targets, making them much harder to measure than those of monetary policy.[26] The control of other institutions is typically influenced by political dynamics and could be limited when "confidential information" is involved.[27] In addition, removal of

[22] The involvement of national parliaments is furthermore justified "given the potential impact that supervisory measures may have on public finances, credit institutions, their customers and employees, and the markets in the participating Member States" (recital no. 56 of the SSM Regulation). On this topic, see G. TER KUILE, L. WISSINK, W. BOVENSCHEN, *Tailor-made accountability within the Single Supervisory Mechanism*, 52.1 *Common Market Law Review* (2015), 155.

[23] See art. 20 and 21 SSM Regulation.

[24] Art. 26, para. 4, SSM Regulation.

[25] The cost-benefit analysis and an in-depth description of the characteristics of the standards as opposed to the rules are a classic of the international literature: see, for all, L. KAPLOW, *Rules versus standards: An economic analysis*, 42 *Duke Lj* (1992), 557; K.M. SULLIVAN, *Foreword: The Justices of Rules and Standards*, 106 *Harv. L. Rev.* (1992), 22; and, lastly, C. R. SUNSTEIN, *Problems with Rules*, 83 *California LR* (1995), 953. More recently, see F. SCHAUER, *The Tyranny of Choice and the Rulification of Standards*, 14 *J. Contemp. Legal Issues* (2004), 803; and R.B. KOROBKIN, *Beahvioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Standards Revisited*, 79 *Or. L. Rev.* (2000), 23.

[26] S. LAUTENSCHLÄGER, *Transparency and accountability in monetary policy and banking supervision*, in ECB LEGAL CONFERENCE, *Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities*, 4-5 September 2017, 25.

[27] See art. 22, para. 2, co. 2, SSM Regulation; indeed, in its annual report on the Banking

the Chair of the Supervisory Board is permitted only in exceptional circumstances.

From this point of view, it is easy to understand why the SSM Regulation is explicit in observing that "the right of the addressees of the ECB's decisions to be heard should be fully respected as well as their right to request a review of the decisions of the ECB according to the rules set out in this Regulation". [28]

3. *The problems inherent to the traditional forms of protection for the addressees of the authorities' decisions.*

A typical form of protection is the possibility of appealing to the Court of Justice of the European Union (hereinafter "CJEU").

In fact, the CJEU shall review the legality of acts of the European Central Bank, other than recommendations and opinions, intended to produce legal effects *vis-à-vis* third parties. [29] Specifically provided for the second pillar of the Banking Union, "proceedings for failure to act may be brought before the

Union, the EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution on Banking Union – Annual Report 2016* (2016/2247(INI)) (2018/C 252/17), February 15, 2017, "shares the opinion of the ECA that an audit gap has emerged since the establishment of the SSM; is concerned that owing to limitations imposed by the ECB on the ECA's access to documents, important areas are left unaudited; urges the ECB to fully cooperate with the ECA to enable it to exercise its mandate and thereby enhance accountability". In other words, access to relevant information is not straightforward: see, M.B. BEROŠ, *ECB's accountability within the SSM framework: Mind the (transparency) gap*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law* (2019), 1. In the sense that a clear accountability relationship also between the ECB and the national competent authorities (NCAs) should be required, A. KARAGIANNI, M. SCHOLTEN, *Accountability Gaps in the Single Supervisory Mechanism SSM Framework*, 34 *Utrecht J. Int'l & Eur. L.* (2018), 185.

[28] Recital no. 54, second part, of the SSM Regulation.

[29] See, in general, recital no. 60 and, with specific reference to authorisation by a judicial authority for the on-site inspections, art. 13, para. 2, SSM Regulation. On the division of competences between CJEU and national courts, with a specific study on the so called "Common procedures" between the ECB and the NCAs, see C. BRESCIA MORRA, *The Interplay between the ECB and NCAs in the "common procedures" under the SSM Regulation: are there gaps in legal protection?*, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 79. See also AG Campos Sánchez-Bordona, 27 June 2018, *Silvio Berlusconi, Finanziaria d'investimento Fininvest SpA (Fininvest) v Banca d'Italia, Istituto per la Vigilanza Sulle Assicurazioni (IVASS)*, C-219/17, ECLI:EU:C:2018:502.

Court of Justice in accordance with Article 265 TFEU";[30] being a general principle, the provision is also extensible to the first pillar. Finally, the authorities are responsible for damage caused by themselves or by their members in the performance of their duties.[31]

However, these general rules find some limitations in the case of decisions with a high degree of technicality and for which the subject allows discretion. Nevertheless, according to settled jurisprudence, the Court has extended the perimeter of its judgment. In fact, even if the decision is the result of complex economic assessments, "not only must those Courts establish, among other things, whether the evidence relied on is factually accurate, reliable and consistent but also whether that evidence contains all the information which must be taken into account in order to assess a complex situation and whether it is capable of substantiating the conclusions drawn from it".[32]

In conclusion, the intensity of judicial review in the supervisory field does not depend on the topic, but on the scope of discretion granted by the legislator for challenging the decision and the complexity of the subject matter. The less discretion the ECB has (e.g. when it simply implements the law), the more intensive the Court's review will be; conversely, when the ECB's decision implies a complex technical assessment, the Court may choose to exercise some self-restraint with respect to any appraisal of the facts.[33]

---

[30] Article 86 Regulation (Eu) No 806/2014 (Regulation (Eu) No 806/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 July 2014 establishing uniform rules and a uniform procedure for the resolution of credit institutions and certain investment firms in the framework of a Single Resolution Mechanism and a Single Resolution Fund and amending Regulation (EU) No 1093/2010: so called "SRM Regulation").

[31] In addition to the general rule set out in Article 340 TFEU, for the ECB, see recital no. 61 of the SSM Regulation.

[32] More recently, see ECJ, 8 December 2011, *Chalkor AE Epexergasias Metallon v European Commission*, C-386/10 P, ECLI:EU:C:2011:815; and ECJ, 8 December 2011, *KME Germany AG, KME France SAS, KME Italy SpA v European Commission*, C-272/09 P, ECLI:EU:C:2011:810. See, also, ECJ, 22 November 2007, *Spain v Lenzing*, C-525/04, ECLI:EU:C:2007:698; and ECJ, 15 February 2005, *European Commission v Tetra Laval*, C-12/03, ECLI:EU:C:2005:87. In the context of a review by the Courts of the European Union of complex economic assessments made by the Commission in the field of State aid, stating also that "it is not for those Courts to substitute their own economic assessment for that of the Commission", see ECJ, 20 September 2017, *European Commission v Frucona Košice a.s.*, C-300/16, ECLI:EU:C:2017:706; and ECJ, 21 March 2013, *European Commission v Buczek Automotive*, C-405/11 P, ECLI:EU:C:2013:186.

[33] "In this way, by adapting the intensity of the judicial review to the scope of the discretion granted, the Court will respect independent policy choices while ensuring the appropriate judicial scrutiny that the democratic legal order requires": see C. ZILIOLI, *Justiciability of central*

Nevertheless, the protection of individuals who are affected by the decisions of the authorities presents structural problems. On the one hand, the existence of high transaction costs can make the use of this instrument inefficient (for example, the cost of lawyers and consultants could overcome the possible benefits). [34] Moreover, the delays that characterize the judicial process could cause a situation of unsustainable uncertainty for the banks, which would undermine their operations. [35] On the other hand, the deferential attitude by the Court that normally exists in cases assessing a complex economic situation reduces the chance of censorship of the authority's decision. In fact, the latter enjoys a wide measure of discretion; in such a context, the Court cannot substitute its assessment of scientific and technical facts for that of the authority on which the Treaty has placed that task. [36] As a consequence, "in reviewing the legality of the exercise of such discretion, the Court must confine itself to examining whether that exercise discloses manifest error, constitutes misuse of powers, or demonstrates a clear disregard of the limits of its discretion on the part of that institution". [37]

---

banks' decisions and the imperative to respect fundamental rights, in ECB LEGAL CONFERENCE, *Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities*, 4-5 September 2017, 91.

[34] As noted, *ex multis*, by E. WYMEERSH, *Banking Union; Aspects of the Single Supervisory Mechanism and the Single Resolution Mechanism compared*, ECGI Working Paper Series in Law No. 290/2015, "a procedure before the CJEU is costly and burdensome".

[35] Moreover, in this regard the precautionary remedy does not seem to be an efficient solution to this problem.

[36] With specific reference to the legislative power, see Court of First Instance, 8 July 2010, *Afton Chemical Limited v Secretary of State for Transport*, C-343/09, ECLI:EU:C:2010:419. For more details on this topic, see A.H. TÜRK, *Oversight of Administrative Rulemaking: Judicial Review*, 19.1 *European Law Journal* (2013), 126 and more in depth A.H. TÜRK, *Judicial Review in EU Law*, Cheltenham, Elgar European Law series, 2010.

[37] *Ex multis*, ECJ, 19 July 2016, *Tadej Kotnik and Others v Državni zbor Republike Slovenije*, C-526/14, ECLI:EU:C:2016:570 and Court of First Instance, 17 October 2002, *Astipesca v Commission*, T-180/00, ECLI:EU:T:2002:249. For more details on this topic, see P. EECKHOUT, T. TRIDIMAS, 29 *Yearbook of European Law*, Oxford, Oxford University Press, 2010. This approach is confirmed by the European lawmaker, in a very close matter such as the one of bank crisis management: "crisis management measures taken by national resolution authorities may require complex economic assessments and a large margin of discretion … Therefore, it is important to ensure that the complex economic assessments made by national resolution authorities in that context are used as a basis by national courts when reviewing the crisis management measures concerned. However, the complex nature of those assessments should not prevent national courts from examining whether the evidence relied on by the resolution authority is factually accurate, reliable and consistent, whether that evidence contains all relevant

From this point of view, it seems reasonable to consider that appeal to the CJEU represents a tool for the protection of the addressees of the decisions especially as a limit to obvious cases of rule violations, thus casting some doubts on the effectiveness of protection in 'grey-area' cases.

4. *The Administrative Board of Review.*

As already stipulated in other sectors, [38] the European lawmaker has set up an Administrative Board of Review in order to "provide natural and legal persons with the possibility to request a review of decisions taken under the powers conferred on it by [the SSM Regulation] and addressed to them, or which are of direct and individual concern to them". [39] In any case, it is "without prejudice to the right to bring proceedings before the CJEU in accordance with the Treaties". [40]

The ABoR is composed of "five individuals of high repute, from Member States and having a proven record of relevant knowledge and professional experience, including supervisory experience, to a sufficiently high level in the fields of banking or other financial services". It "shall have sufficient resources and expertise to assess the exercise of the [supervisory] powers of the ECB" and it "shall decide on the basis of a majority of at least three of its five members". [41]

---

information which should be taken into account in order to assess a complex situation and whether it is capable of substantiating the conclusions drawn therefrom" (recital no. 89 of the Directive 2014/59/EU establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms: so called "BRRD").

[38] With specific reference to the Board of Appeal of the ESAs, see SIR W. BLAIR, G. CHENG, *The role of judicial review in the EU's financial architecture and the development of alternative remedies: The experience of the Board of Appeal of the European Supervisory Authorities*, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 17. For an overview of other "review or appeal bodies", see A. MAGLIARI, *I rimedi amministrativi nel settore della vigilanza finanziaria europea. Modelli a confronto*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2016, 1331; as well as P. CHIRULLI, L. DE LUCIA, *Specialised adjudication in EU administrative law: the boards of appeal of EU agencies*, 6 *European law review* (2015), 832.

[39] Recital n. 64 of the SSM Regulation. In the sense that it could be a useful tool, J.C. LAGUNA DE PAZ, *Administrative and judicial review of EU supervisory decisions in the banking sector*, 20.2 *Journal of Banking Regulation* (2019), 159.

[40] Art. 24, para. 11, SSM Regulation.

[41] Art. 24, para. 2 and 3, SSM Regulation.

The ABoR has to carry out "an internal administrative review of the decisions taken by the ECB," the scope of which "shall pertain to the procedural and substantive conformity with this Regulation of such decisions", [42] "while respecting the margin of discretion left to the ECB to decide on the opportunity to take those decisions". [43] Consequently, in addition to checking whether the relevant procedural rules were complied with and whether the facts on which the disputed decisions were based were accurately stated, the ABoR's review has been limited "to establishing whether the contested decision was impaired by a manifest error or misuse of powers and whether or not it clearly exceeded the bounds of the ECB's discretion". [44] Moreover, the review "shall be limited to examination of the grounds relied on by the applicant as set out in the notice of review", [45] without the possibility of further investigations or of taking *ex officio* evidence. [46]

"Any natural or legal person" may petition the ABoR to "request a review of a decision of the ECB … which is addressed to that person, or is of a direct and individual concern to that person", [47] using the modalities prescribed by the regulation, [48] except for cases involving a "decision of the Governing Council" as referred to in paragraph 7 of the article 24. [49]

Regarding the relevance of the ABoR's opinion, "the Supervisory Board shall take [it] into account … and shall promptly submit a new draft decision

---

[42] Art. 24, para. 1, SSM Regulation.

[43] Recital n. 64, second part, of the SSM Regulation; art. 10, para. 1, Decision ECB/2014/16 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (hereinafter "ECB Decision SSM").

[44] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Annual Report on supervisory activities*, 2016. See, also, C. BRESCIA MORRA, R. SMITS, A. MAGLIARI, *The Administrative Board of Review of the European Central Bank: Experience After 2 Years*, 18.3 *European Business Organization Law Review* (2017), 567, and C. BRESCIA MORRA, (fn. 8).

[45] Art. 10, para. 2, ECB Decision SSM.

[46] This conclusion is also confirmed by L.S. MORAIS, L.T. FETEIRA, *Judicial Review and the Banking Resolution Regime. The evolving landscape and future prospects*, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 53.

[47] Art. 24, para. 5, first part, SSM Regulation.

[48] Art. 24, para. 6, SSM Regulation. For further details, see K. LACKHOFF, M. MEISSNER, *Contesting decisions in the Single Supervisory Mechanism: what banks must observe for a proceeding at the Administrative Board of Review*, 30 *Journal of International Banking Law & Regulation* (2015), 285.

[49] Art. 24, para. 5, second part, SSM Regulation.

to the Governing Council. The new draft decision shall abrogate the initial decision, replace it with a decision of identical content, or replace it with an amended decision". [50] From this point of view, the non-binding nature of the ABoR's opinion could compromise its effectiveness, thus undermining the protection of the addressees of the ECB's decisions. This is compounded by the belief that the Supervisory Board is not obliged to state reasons if decides not to adapt the ABoR's opinion. [51] However, there are other enforcement strategies.

Indeed, if the opinion conflicts with the decision of the ECB, it is possible for the individual to appeal to the CJEU, bringing with them the support of the authoritative ABoR opinion. The ECB would then generally prefer to adapt to what is indicated rather than depart from it, which would risk resistance to a possible judgment necessarily influenced by the provisions of the ABoR. [52]

Conversely, if the opinion confirms the decision of the ECB, it seems rare that the person concerned would appeal to the CJEU to obtain a change in the decision. The authoritativeness (high repute, relevant knowledge and professional experience) [53] of the ABoR members and a "first degree" of judgment should be enough to satisfy the applicant's demands for justice. In any case, the awareness of the CJEU's deference towards decisions taken by authority with technical discretion (see *supra*, paragraph 3), more strongly marked by the presence of an opinion produced by independent experts (the members of the ABoR), dissuades the appellant, who considers acceptance of his appeal – and therefore a censure of the decision against him – highly unlikely.

The importance of the ABoR's opinion is further confirmed by the EU institutions. Indeed, the Court of Justice has recently highlighted its role in the decision-making process of the ECB. [54] Likewise, the European Commission,

---

[50] Art. 24, para. 7, SSM Regulation; art. 16, para. 5, ECB Decision SSM.

[51] M. CLARICH, *Il riesame amministrativo delle decisioni della Banca Centrale Europea*, in S. CIVITARESE MATTEUCCI, L. TORCHIA (eds.), *La tecnificazione, A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*, Firenze, Firenze University Press, 2017, 263.

[52] In this sense, C. BRESCIA MORRA, R. SMITS, A. MAGLIARI, (fn. 44), 567; C. BRESCIA MORRA (fn. 8); more recently, M. PERASSI, *Foreword*, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 5.

[53] Recital n. 64 of the SSM Regulation; art. 24, para. 1, SSM Regulation.

[54] General Court of the European Union, 13 December 2017, *Crédit mutuel Arkéa v ECB*, T-712/15 and T-52/16, ECLI:EU:T:2017:900; General Court of the European Union, 16 May 2017, *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank v ECB*, T-122/15, ECLI:EU:T:2017:337 (for further information, see R. D'AMBROSIO, M. LAMANDINI, *La «prima volta» del Tribunale*

in its report on the SSM, stated that the ABoR "is actively used by those concerned" and that the "ECB maintains that its opinions have had an influence in the ECB's supervisory practice broader than the individual cases to which they relate to". [55]

5. *The benefits of the new tool.*

The approach adopted by the legislator makes it possible to address the structural limitations highlighted above (see *supra*, paragraph 3).

The new system aims to reduce transaction costs associated with recourse to justice, [56] which is an explicit objective of the SSM Regulation. [57] In fact, compared to the CJEU, appeal to the ABoR is cheaper; except for "any disproportionate costs incurred by the applicant in submitting written or oral evidence and in respect of legal representation", indeed, "no cost shall be borne by the applicant in cases in which the Governing Council abrogates or amends the initial decision as a consequence of the notice of review". [58] Moreover, it takes place in a short time. The person requesting the review has to submit the request for review "within one month of the date of notification of the deci-

dell'Unione europea in materia di Meccanismo di Vigilanza Unico, 4 *Giur. Comm.* (2017), 594; F. ANNUNZIATA, *European Banking Supervision in the Age of the ECB. Landeskreditbank Baden-Württemberg-Förderbank v. ECB*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2018, 1); see also R. SMITS, *Interplay of administrative review and judicial protection in European prudential supervision. Some issues and concerns*, in QUADERNI DI RICERCA GIURIDICA DELLA BANCA D'ITALIA, 84 *Judicial review in the Banking Union and in the EU financial architecture* (2018), 29.

[55] EUROPEAN COMMISSION, *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Single Supervisory Mechanism established pursuant to Regulation (EU) No 1024/2013*, Brussels, 11.10.2017 COM(2017) 591 final.

[56] The topic is a classic of the debate on the Alternative Dispute Resolutions procedures (hereinafter "ADR"): for a comparison between the appeal to the ADR and the one to the court, without claiming to be complete, see R. DEVASAGAYAM, J. DEMARS, *Consumer Perceptions of Alternative Dispute Resolution Mechanisms in Financial Transactions*, 8.4 *Journal of Financial Services Marketing* (2004), 378 and S. SHAVELL, *Alternative dispute resolution: an economic analysis*, 24.1 *The Journal of Legal Studies* (1995), 1. Broadly, G. BOCCUZZI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d'Italia*, vol. 68, 2010, 7.

[57] "For reasons of procedural economy, the ECB should establish an administrative board of review to carry out such internal review" (Recital no. 64 of the SSM Regulation).

[58] Art. 21, para. 4, ECB Decision SSM. See also ECB Guide to the costs of the review, available at www.bankingsupervision.europa.eu.

sion to the person requesting the review, or, in the absence thereof, of the day on which it came to the knowledge of the latter as the case may be". The ABoR then expresses an opinion "within a period appropriate to the urgency of the matter and no later than two months from the receipt of the request". "The Supervisory Board", on its side, "shall promptly submit a new draft decision to the Governing Council" that "shall be deemed adopted unless the Governing Council objects within a maximum period of ten working days". [59]

In addition, it does not present the problems of deference typical of judgments against decisions of authorities with technical discretion because those who judge are experts in the subject; as it has been already described, the ABoR, indeed, "shall be composed of five individuals of high repute, from Member States and having a proven record of relevant knowledge and professional experience, including supervisory experience, to a sufficiently high level in the fields of banking or other financial services". [60] At the same time, the ABoR members must embody the traditional third-party position that characterizes judges. They must respect the independence requirement, to avoid a possible conflict of interests with the "belonging" authority. In addition to the fact that members "shall not be bound by any instructions", "current staff of the ECB, as well as current staff of competent authorities or other national or Union institutions, bodies, offices and agencies who are involved in the carrying out of the tasks conferred on the ECB" are excluded from being part of the ABoR. Moreover, the members of the ABoR "shall act independently and in the public interest. For that purpose, they shall make a public declaration of commitments and a public declaration of interests indicating any direct or indirect interest which might be considered prejudicial to their independence or the absence of any such interest". [61]

[59] Art. 24, para. 6 and 7, SSM Regulation.

[60] Art. 24, para. 2, SSM Regulation. As it has been pointed out, albeit with regard to the 'ECB's monetary policy, to the argument that the restriction of judicial control is correct due to the lack of knowledge and technical experience of the judges it is possible to oppose a counter-argument: "equip" the judges, i.e. create a special "specialized chamber", which can also improve the legal framework and accountability of the ECB. See R.M. LASTRA, C. GOODHART, *Populism and Central Bank Independence*, Discussion Paper Series, DP12122, Centre for Economic Policy Research, 2017. In a favourable sense, in the United States, the US Supreme Court Judge Stephen Breyer: see L. CAPLAN, *A Workable Democracy. The optimistic project of Justice Stephen Breyer*, 119.4 *Harvard Magazine* (2017), 48.

[61] Art. 24, para. 2 and 4, SSM Regulation.

6. *Practical implications and possible limits of the new system.*

The considerations carried out on the enforcement of the decisions adopted by the ABoR (see *supra*, paragraph 4) and the analysis of the first cases show, however, a different picture from the one conceived by the legislator – instead of a further instrument of protection, the introduction of the ABoR *de facto* risks to shift the protection from the jurisdictional to the administrative level.

In particular, from 2014 to 2019, there were 38 requests for re-examination, 2 of which resulted in an ECB decision being abrogated and replaced with new decisions after ABoR Opinion (whereas, only 9 resulted in an ECB decision being amended or its reasoning being improved). [62] Despite the difficulty of assessing the effectiveness of the ABoR's opinions (it is in fact impossible to distinguish between "decision amended" and "reasoning improved"), the ECB argued that the ABoR "continued to be effective in helping to reduce the cost and time of reviewing supervisory decisions for all parties involved" on the basis that "in most cases in 2017, applicants chose not to proceed with a judicial review following the review by the Administrative Board". [63] The reason is not difficult to find – an ABoR opinion contrary to the ECB decision increases the legal risk for the latter, in the same way an opinion confirming the choice of authority reduces its legal risk and increases that of the addressee, who is thus disincentivised to bring proceedings before the CJEU.

This does not pose a problem of compliance with the provisions of the Treaties. The new system, in fact, respects all of the jurisdictional protections, the addressee of the ECB's decisions being able to appeal the CJEU after the 'experts' opinion' regardless of the prior recourse to the board of review, since this appeal to the ABoR is not a condition of procedure before the CJEU. However, for a complete analysis of this instrument, it seems reasonable to observe that the new system substantially limits the protection of the decisions' addressee to the sole opinion of the ABoR.

From this point of view, the degree of protection the addressee receives in the current system depends to a large extent on the authoritativeness and substantial independence of the members of the ABoR, thus raising the urgency of protection verification. In fact, even if – as it has been said – there are several rules to guarantee the independence of the ABoR, it is also true that its

[62] EUROPEAN CENTRAL BANK, (fn. 13).

[63] EUROPEAN CENTRAL BANK, *Annual Report on supervisory activities*, 2017.

members "and two alternates [are] appointed by the ECB", [64] thus exacerbating the risk of a possible conflict of interest.

From another point of view, verification of the effectiveness of individual protection could also be important to avoid circumvention of the ABoR. If the addressee believes she is not receiving effective protection under the ABoR's decision, foreseeing a possible negative opinion (which, therefore, would increase her legal risk), she might decide to avoid this step and appeal directly to the Court of Justice. This conclusion would transform the ABoR review into a dead letter, frustrating the lawmaker's objective.

7. *A policy suggestion: the publication of ABoR's opinions.*

In order to solve this problem and promote ABoR accountability, the lawmaker has provided that "the new draft decision submitted by the Supervisory Board and the decision adopted by the Governing Council [of the ECB] shall be reasoned and notified to the parties". [65]

The fact that "the effectiveness of the recourse mechanism against decisions of the ECB" is the subject of a review report on the application of the SSM Regulation by the European Commission [66] also allows the interpreter to help improve the system through policy indications.

In this regard, requiring the ABoR to publish its decisions [67] (as it happens,

[64] Art. 24, para. 2, SSM Regulation.

[65] Art. 24, para. 9, SSM Regulation.

[66] Art. 32, para. 1, let. i), SSM Regulation.

[67] The publicity of the Board's decisions grounds also on other arguments: underlying the fact that "the Board's decisions do add value to the ECB's decisions" and, consequently, "it seems, in fact, plausible to argue that – where the completeness or soundness of the motivation of the ECB's decision must be assessed in Court – the decisions of the Board must, so to speak, come to light", see F. ANNUNZIATA, (fn. 54). In favour of this proposal, M. PERASSI, (fn. 52), 8 who states that "the administrative review regime sometimes shows margin for improvement: that is the case of further transparency for opinions of the Board of review of the European Central Bank"; more generally, in the sense that "it is necessary to give interested parties a voice before administrative authorities and to enhance contentious but administrative procedures through transparency, openness and impartiality", S. CASSESE, *A new framework of administrative arrangements for the protection of individual rights*, in ECB LEGAL CONFERENCE, *Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities*, 4-5 September 2017, 239. The suggestion also comes from the EUROPEAN COMMISSION, *Final report from the Commission to the European Parliament and the Council on the Single Supervisory Mechanism established pursuant to Regulation (EU) No 1024/2013*, Brussels, 11.10.2017 COM

for example, in Italy for the Arbitro bancario finanziario [68] and the Arbitro per le controversie finanziarie [69]) would increase both the protection for addressees of the ECB's decisions and the accountability of the Board, without entailing high additional costs. In fact, a public control (i.e. made by the "market") on what has been decided encourages the ABoR to operate correctly. [70] In addition, knowledge of prior decisions allows for better protection of subjects involved in future cases, possibly also before the Court of Justice, since they would have case law that they could use to their advantage. The publishing of decisions could also become a sort of 'guide' for intermediaries that want to prevent litigation.

At the same time, this regulatory strategy would allow the ABoR to reduce the discretion of the ECB, thus increasing legal certainty. Addressing specific cases, the ABoR could give opinions on particular situations. In this way, it would specify the legal rules that give the supervisory power to the ECB, ensuring that addressees of the ECB's decisions are more aware of how the standards that give the power to the authority should be interpreted. [71]

In this last sense, it is the system that would benefit from the proposal. The data collected so far (0.16% of the ECB's decisions are subject to review), in

(2017) 591 final, stating that "it would be useful to take advantage of the growing jurisprudence developed by the ABoR by ensuring more transparency over the work undertaken by the ABoR, for instance through publication on the ECB's website of summaries of ABoR decisions and with due observance of confidentiality rules".

[68] Arbitro Bancario Finanziario (ABF): The Banking and Financial Ombudsman is an out-of-court settlement scheme for disputes between customers and banks and other financial intermediaries, concerning banking and financial transactions and services. See more on www.arbitrobancariofinanziario.it.

[69] Arbitro per le controversie finanziarie (ACF): Established by Consob, it is a tool for resolving disputes between retail investors and intermediaries for the violation of the duties of care, correctness, information and transparency that intermediaries must respect when providing investment services or the collective asset management service. See more on www.acf.consob.it.

[70] Conversely, "as opinions are not published, it is not possible to offer a full evaluation of the work of the Administrative Board of Review": see, M. CLARICH, *The System of Administrative and Jurisdictional Guarantees Concerning the Decisions of the European Central Bank*, in M. CHITI, V. SANTORO (eds.), *The Palgrave Handbook of European Banking Union Law*, Cham, Palgrave Macmillan, 2019, 91.

[71] This role is typically interpreted by the Courts. In this very case, however, because "in most cases … applicants chose not to proceed with a judicial review following the review by the Administrative Board" (EUROPEAN CENTRAL BANK, *Annual Report on supervisory activities*, 2017), the CJEU is substantially 'disarmed': this consideration underlines the key role that the ABoR – and the publication of its decisions – could play.

fact, show a prudent use of appeal by the addressees; the interest in a good relationship with the supervisory authority – which, in any case, continues to carry out its supervisory tasks – makes it difficult to choose to request a review of its decision.[72] The knowledge of the 'jurisprudential' orientation (meaning both that of the internal Commission and that of the CJEU) could consequently support the choice of those who intend to proceed with the appeal, because the appellant has more elements to undertake the choice.

There is no shortage of tools to achieve this result. First, the Governing Council of the ECB could authorise "the President of the ECB to make the outcome of [the proceedings of the Administrative Board] public" (art. 22, para. 2, ECB Decision SSM). Furthermore, the ECB could amend the decision with which it has stipulated the Administrative Board of Review's operating rules, respecting the limits set by the legislator (on the point, see art. 24, para. 10, SSM Regulation). In addition, the Court of Justice could disclose the ABoR's previous opinion for an impending case. The Court might also include the existence of previous ABoR proceedings in the information it provides to the general public, even before the adoption of the judicial decision.[73]

Even if all these paths could be travelled, the last one appears to be the least effective; as noted above (see *supra*, paragraph 4), recourse to the CJEU after having carried out an internal review should be statistically improbable, *de facto* depriving positive effects of the proposed solution.

Nevertheless, the possible costs of this approach do not appear to exceed the benefits just mentioned. The privacy of the interested parties can be respected by omitting references to the persons while leaving the relevant facts. Alternatively, one could simply publish an extract or the principle of law, to reduce any reputational risk of the subject involved.

Another solution could be to change the subject that appoints the members of the ABoR – in fact, replacing the ECB with a third party allows to mitigate the possible conflict of interest. However, such a solution seems more drastic and therefore requires more vigorous political support.

8. *Conclusions.*

In one of its recitals the SSM Regulation stated that "the right of the addressees of the ECB's decisions to be heard should be fully respected as well

[72] Data collection and the observation is based on R. SMITS, (fn. 14), 32.

[73] For the details, see R. SMITS, (fn. 14).

as their right to request a review of the decisions of the ECB". [74]

From this point of view, the establishment of the ABoR is to be welcomed, as the benefits are not difficult to identify. ABoR review is cheaper than appealing to the CJEU, and the decision takes place in a shorter time. In addition to reasons of procedural economy, it should present fewer problems of deference when decisions by authorities with technical discretion are involved. In other words, it improves access to justice.

However, the consideration carried out on the enforcement of the decisions adopted by the ABoR suggests that instead of a further instrument of protection, the introduction of the ABoR either shifts the protection from the jurisdictional to the administrative level (if it is considered reliable), or risks to remain a dead letter (if it is considered unreliable).

Hence, the degree of protection the addressee of the ECB's decisions receives under the current system depends to a large extent on the authoritativeness and substantial independence of the members of the ABoR.

If one of the European Commission priorities is to evaluate "the effectiveness of the recourse mechanism against decisions of the ECB" [75] this paper is an attempt to contribute to the discussion, suggesting the publication of the ABoR's opinions.

[74] Recital no. 54, second part, of the SSM Regulation.

[75] Art. 32, para. 1, let. i), SSM Regulation.

Temi e dibattiti di attualità

Financing and payments made by persons closely related to the debtor under articles 12 and 9.3 Royal Decree Law 16/2020

José Antonio García-Cruces [*], Ignacio Moralejo [**]

ABSTRACT

Spanish Royal Decree-Law 16/ 2020 provides a set of rules of an exceptional nature whose purpose is to define measures to mitigate the impact of the COVID-19 health crisis on struggling businesses. Temporary rules are established to remove certain impediments that may prevent the persons closely related to the debtor from financing her professional or business activity. Specific provisions define how financing provided by persons closely related to the debtor is to be ranked if the beneficiary becomes insolvent and files for bankruptcy. Certain rules intend to facilitate the reaching of composition agreements or renegotiations involving specially related persons.

***Keywords**: bankruptcy – COVID-19 health crisis – ranking of insolvency creditors – persons closely related to the debtor*

TABLE OF CONTENTS:

1. The problem of financing provided by persons closely related to the debtor. – 2. The response offered by Royal Decree Law 16/2020. – 3. Assessment of these rules.

1. *The problem of financing provided by persons closely related to the debtor.*

An immediate problem posed by the current economic crisis resulting from

[*] Catedrático de Derecho Mercantil UNED, Abogado; e-mail: cruces@der.uned.es.

[**] Profesor Titular de Derecho Mercantil, Universidad de Zaragoza; e-mail: ignacio.moralejo @unizar.es.

the health pandemic is the urgent need of businesspersons for financing and liquidity. The temporary cessation of their business activity, as a result of the quarantine, has led to a drain on their cash flows, that, along with the continuity of expenses, has resulted in a radical reduction of their income.

To deal with this issue, the search for financing sources to maintain business activity is a necessity that each and every business has to face and this notwithstanding the fact that maintenance of the business activity has been partially subsidized through public resources (this last with no recorded success so far). In this attempt to preserve business activity, and to prevent insolvency and bankruptcy, any source of financing is valuable irrespective of whom may provide for it. On this regard it must be considered that in a near to insolvency scenario, those who are to finance struggling businesses bear in mind how their claims are to be dealt with if filing for bankruptcy finally takes place.

Among the various sources of financing available to struggling business persons the possibility of reaching those who are closer to them becomes quite real. These people are not only linked to the business person on a business/family bases, but, in many cases also have a very direct and deep interest in helping in the continuity of the debtor's business activity. This is the case, for instance, of business company's members and directors, as well as, where appropriate, of the other companies that belong to the same group. All these may provide, if they deem it appropriate, further financing for a company undergoing financial turmoil. Similarly, and now for individual debtors financing might be provided by their relatives or, alternatively, by those companies under their control or by companies controlled by those persons to whom they are related to.

However, the debtor being financed by people close to her is extremely complicated as a result of certain burdens resulting out of provisions set in the Spanish Bankruptcy Law Consolidated Version (hereinafter, TRLCon [1]). In case of companies, both their members (under certain conditions), their directors and companies that belong to the same group as the company in need of financing when bankruptcy proceedings are opened are considered, *ministerio legis*, as persons especially related to the insolvent debtor (*personas especialmente relacionadas con el deudor*, article 283 TRLCon). In the case of the insolvent debtor being a natural person, her spouse, her ascendants, descendants and siblings, as well as all those legal entities under her control are also re-

[1] https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2020-4859.

garded from a bankruptcy perspective as persons especially related to the debtor (article 282 TRLCon). [2]

The aforementioned labelling as a person especially related to the debtor implies that, in the event of the debtor becoming insolvent and filing for bankruptcy, the claims derived from the financing provided by those closely related to her persons will be reputed as subordinated claims (article 281.1.5 TRLCon), with all the statutory consequences provided for this rank of claims (deprivation of vote with regard to composing agreements *ex* article 352. 1 TRLCon, subordinated claimants are going to be bound by the composing agreement but the payment of their claims is postponed to the payment of ordinary credits – subordinated claims are the last to be paid – *ex* article 396.2 TRLCon. Where bankruptcy proceedings outcome is liquidation, it is the same. subordinated claims are to be paid once ordinary claims were but, moreover, subordinated claims held by those closely related to the debtor are in the fifth range of the subordinated claims ranked ex article 435 TRLCon. Thereto are to be paid once the subordinated claims belonging to the previous four ranges of subordinated claims are). [3]

Under the particular economic circumstances resulting from the COVID-19 crises, these bankruptcy rules turn out to be a very relevant impediment that prevents those closely related to the debtor from financing her.

---

[2] The list of persons especially related to the debtor comprises those subjects who, either because of their family bounds to the debtor or because of their legal position within a given company, are more likely to be better informed and thereto aware of the debtor's economic situation or, even and more importantly, are in a situation where they may exercise a certain degree of control over the debtor (*insiders*). Nevertheless, through articles 282 and 283 of the TRLCon, the Spanish legislator has opted to establish a closed list of persons close to the debtor, which closes down those who deserve such status in the insolvency proceedings. The automatic deferral in payment subordinated credits are subject to prevents the judge from having to make further inquiries on the conduct of the insiders and having to assess the circumstances under which financing was granted to the debtor. Sentencia del Tribunal Supremo 10 October 2011(ECLI:ES:TS:2011:6633). J. Ferré Falcón *Los Créditos Subordinados*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, *passim*, A. Ávila De La Torre, "*Los créditos subordinados*", in *Las Claves de la Ley Concursal*, Cizur Menor, Aranzadi, 2006, 439 *et seq*., C. Alonso Ledesma, "*La reforma en materia de subordinación crediticia*" in *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, núm.11, 2009, 59 *et seq*.

[3] The rule for the payment of these subordinated credits is that set in article 435 TRLCon, which determines that the honoring of subordinated credits is deferred to payment of the credits against the estate and bankruptcy credits as such whether they are privileged or ordinary credits. Art. 281 TRLCon sets the order of payment to be followed regarding subordinated credits. A. Ávila De La Torre, "*El pago de los créditos ordinarios y subordinados en la liquidación concursal*", in *La Liquidación Concursal*, Cizur Menor, Civitas, 2011, 384.

2. *The response offered by Royal Decree Law 16/2020.*

In order to avoid the aforementioned inconveniences regarding financing provided by those closely related to the debtor in case she may become insolvent, article 12.1 of Royal Decree Law 16/2020 provides that the credits granted by these especially related to the struggling debtor will be ranked, if the latter's bankruptcy is ultimately declared, as ordinary claims [4]. This is to be so provided that these claims were born after the date on which the state of alert (*estado de alarma*) came into effect in Spain. This was March 14th. [5]

The rule broadly frames its objective scope – cash income from loans, credits or other businesses of a similar nature provided by persons closely related to the debtor are to be ranked as ordinary credits – in order to cover all forms of financing. However, this exceptional rule is limited in time, in the sense that it will only apply to those insolvency proceedings which are declared within two years of the date of the declaration of the state of alert.

Thereto the rule set by article 12.1 of Royal Decree Law 16/ 2020 provides a window of opportunity for companies members, shareholders, directors, companies belonging to the same group and other persons linked to the debtor to provide financing to business persons that are expected to struggle in the foreseeable economic crises to come after the COVID-19 pandemic. This rule is expected to contribute to solving legal entities and natural persons difficulties without those related to them being exposed whatsoever to the risks that in case the former financial struggles are not overcome and become insolvent the claims arising from the financing provided will be ranked as subordinated.

In short, the rules for ranking bankruptcy claims have been altered – temporarily and exceptionally – in order to favor intra-group financing and financing provided by persons especially related to struggling legal entities and natural persons, given that the claims resulting from such financing will be ranked as ordinary bankruptcy claims if the debtor at the end has to file for bankruptcy.

Given the urgent nature of the drafting of these notes, only two comments can now be made.

Firstly, and this is a common feature in Royal Decree-Law 16/2020 provisions, the setting of the *dies ad quem* for the deadline of the application of the rule we are now dealing with is that of the date of the debtor declaration of bankruptcy. That is, the ranking as ordinary claims of those claims that have

[4] https://www.boe.es/buscar/pdf/2020/BOE-A-2020-4705-consolidado.pdf.

[5] https://www.boe.es/boe/dias/2020/03/14/pdfs/BOE-A-2020-3692.pdf.

their origin in the financing provided by persons especially related to the bankrupt debtor relies on the declaration of bankruptcy being made before the expiry of the two-year period after the declaration of the state of alert (the declaration of the state of alarm was made on March 14th 2020).

This being the case, there is a risk that although the filing for bankruptcy may have been prepared in accordance with the system in force at the time of its presentation, the date of the declaration of bankruptcy by the competent Court may take place once the two-year period from the declaration of the state of alert has already been exceeded. If this is the case, bankruptcy proceedings would be subject to the general system set out in the TRLCon. This outcome may become a reality as a consequence of the Spanish Commercial Courts current overload of work, which will very probably be increased in the very near future. If this turns out to be the case, chances are that the person especially related to the bankrupt that had granted her credit expecting that if bankruptcy is ultimately declared her claim would be ranked as an ordinary one may find that this will not be the case if at last bankruptcy is declared after the expiry of the aforementioned two years after the end of the state of alarm period. This conclusion could be supported by the undoubted constitutive nature of the declaration of bankruptcy, as well as by the strict reference to that deadline resulting verbatim out of art. 12. 1 of Royal Decree Law 16/2020.

However, it seems to us that a correct interpretation of the general procedural rules which apply – also – to bankruptcy proceedings (art.521 TRLCon), should lead to a different conclusion [6]. From a procedural point of view *lis pendens* deploys its effects on all jurisdiction and procedural matters, but also on the material rules that must be applied. And this is so unless a provision expressly rules to the contrary. There for *lis pendens* results into a disruption of the material legal relationship between natural persons or legal entities once the filing of a lawsuit before the Court starts producing its effects. This is with the filing of the law suit, in our case the filing for bankruptcy, is later admitted (article 410 Ley de Enjuiciamiento Civil). [7]

For this reason, it is to be understood that, if the application for bankruptcy is presented within the aforementioned period of two years from the declaration of the state of alert, the credit derived from the financing provided by the persons especially related to the bankrupt party must be ranked as an ordinary claim in application of the provisions set in Royal Decree Law 16/ 2020. Even

[6] C. Senés, "*Derecho Procesal Supletorio (D.F.5ª)*", in Rojo, Beltrán *Comentario a la Ley Concursal*, II, Madrid, Civitas, 2004, 3122 *et seq*.

[7] J. Montero Aroca, *El Proceso Civil*, Valencia, Tirant lo Blanch, 2016, 902-903.

when bankruptcy declaration is made after the expiry of this period.

However, this provision of article 12.1 of Royal Decree Law 16/2020 leads to a second additional consequence. And this second consequence is one that will certainly contribute to favor the position of those closely related to the debtor that have financed her during her struggle in the two years following the declaration of the state of alarm due to COVID-19 health crises.

Under the general provisions of TRLCon if a claim in a bankruptcy proceeding happens to be ranked as a subordinated claim and this claim happens to be secured with a real guarantee, TRLCon provides for the cancellation of the guarantee (article 302.1 TRLCon).[8]

However, as a result of the exceptional legislation set by Royal Decree Law 16/ 2020, the rule set out in article 302.1TRLCon becomes unenforceable when the creditor is a person especially related to the bankrupt and her claims derive from the financing provided following the state of alarm declaration, as long as bankruptcy is declared within two years of this date. As we have seen under that scenario the claim is not ranked as subordinated but as an ordinary claim and, consequently, there is no cause for the *ministerio legis* extinction of the guarantee securing the claim. [9]

If the aforementioned is the case, not only the encumbrance on the property used as a collateral remains, but also the claim of the person closely related to the debtor that is secured with the aforementioned collateral is not ranked anymore as an ordinary claim but rather as a privileged claim (*crédito con privilegio especial*) in the terms provided for in article 270 TRLCon. It should not be forgotten that having a bankruptcy claim ranked as privileged ones results in isolating the encumbered right or assed securing the claim to give preferential satisfaction on them to the creditor. [10] Therefore, a privileged claim is

[8] On this provision, see Sentencia del Tribunal Supremo February 20th 2013 (ECLI:ES:TS:2013:3115).

[9] J.A. García-Cruces González in *Jornada virtual de Derecho Societario y Concursal*, May 7th 2020. Tirant lo Blanch.

[10] Privileged claims are those secured with a specific asset or right. Mainly claims secured by mortgages, chattel mortgages, and pledges. TRLCon also foresees the so-called claims that benefit from a general preference. These claims are to be paid after secured claims and in accordance to the statutory order set in art.432 TRLCon. On the ranking of claims see Sentencia del Tribunal Supremo May 21st 2015 (ECLI:ES:TS:2015:2058). J.Mª. Garrido, "*Créditos con privilegio especial (art.90)*", in Rojo, Beltrán, *Comentario a la Ley Concursal*, I, Madrid, Civitas, 2004, 1606 et seq. and from the same author "*Créditos con privilegio general (art.91)*", in Rojo, Beltrán *Comentario a la Ley Concursal I*, Madrid, Civitas, 2004, 1635 *et seq.*

nothing more than an ordinary credit with a priority over the rights and assets comprised in bankruptcy estate that are used as a collateral. This is so as the claim value not covered by the seizing of the rights and assets securing it are regarded as ordinary claims during bankruptcy proceedings (article 272 TRLCon). [11]

With the aim of favoring financing provided by persons especially related to the businessperson undergoing difficulties and not yet insolvent after the COVID-19 state of alarm, two further provision are established.

In this sense, Royal Decree Law 16/2020 also foresees those cases in which persons especially related to the struggling debtor undertake the payment of her due debts instead of her (on this regard a distinction can be made between those people closely related to the debtor that have become guarantors of hers, necessary guarantors, but it can be noted that persons specially related to the debtor may also step in on a voluntary basis when the debtor cannot honor her obligations). This payment by third parties of the due and payable debts owed by the struggling debtor is another type of financing that may be provided for by those who are closely related to her. In short, through these means, and provided that payments were made after the declaration of the state of alarm, the persons especially related to the debtor would have contributed to the debtor's striving to overcome the difficulties to keep her business. These third parties' payments would have a further consequence, as those who pay instead of the debtor would be subrogated in the credit they had paid (articles 1210 and 1838 Civil Code), thereto becoming themselves creditors of the debtor.

This subrogation to the creditors' rights against the struggling debtor by persons closely related to her would be prevented if, when insolvency is ultimately declared, the general rules laid down in the TRLCon were applied, given that – as indicated above – their claims against the would be ranked as subordinated.

In order to favor the subrogation to the rights of the creditors by persons especially related to the debtor in trouble, article 12.2 of Royal Decree Law 16/2020 with regard to the bankruptcies declared in the two years following the declaration of the state of alarm provides that the claims, whether ordinary or privileged, in which specially related persons have been subrogated to as a result of the payment, are to be ranked as ordinary claims. [12]

---

[11] J.A. García-Cruces González, in *Jornada virtual de Derecho Societario y Concursal*, 7 de mayo 2020, Tirant lo Blanch.

[12] M. Zubiri De Salinas, "*Créditos ordinarios*", in Beltrán, García-Cruces *Enciclopedia de Derecho Concursal*, I, Cizur Menor, Aranzadi, 2012, 901 *et seq*.

The question arises, however, on whether or not the subrogation falling on secured claims should o should not retain the ranking as privileged claims. It must be borne in mind, on this regard, that as a result of the special provisions set in article 12.1 of Royal Decree Law claims held by the people closely related to the debtor are to be ranked as ordinary claims and in case these claims are secured they are to be ranked as privileged claims as stated above.

The wording of the rule set in article 12.2 of Royal Decree Law establishing the consequence of the payments of ordinary or privileged credits made by specially related persons instead of the bankrupt is clear. The wording of art. 12.2 of Royal Decree law 16/ 2020 excludes the possibility of the claim maintaining the privilege when the payment of a secured debt is made by a person specially related to the bankrupt. If this was the case, the person specially related to the bankrupt debtor subrogates to an ordinary claim irrespective of the fact that the claim was secured for the benefit of the original creditor.

Finally, the application of these exceptional rules set out in article 12 of Royal Decree Law 16/2020 must lead to a further consequence with regard to bankruptcies that are declared within two years of the declaration of the state of alert.

In this sense, given the fact that direct financing by persons closely related to the bankrupt may result in having their claims ranked as ordinary ones and, in some cases, as privileged claims as well those rules set out by article 284 TRLCon becomes inapplicable. Thus, when the person especially related to the bankrupt party transfers her credit right against the debtor to a third party, there is no need to apply the assumption that the new creditor must be regarded in a subsequent bankruptcy proceeding as a person specially related to the debtor and having her claim ranked as subordinated.

But under Royal Decree Law 16/2020 provisions another scenario affecting those closely related to the debtor is set yet. In this case in relation to those bankruptcy proceedings that are solved by means of an agreement between the debtor and her creditors. article 9.3 of Royal Decree Law 16/2020 provides that in the event of the failure of the debtor to comply with the terms out of the composition agreement or the amendments made to the composition agreement within the two years after the declaration of the state of alert, certain claims are to be considered as claims against the insolvency estate in the event that the liquidation of the debtor's estate ultimately takes place [13].

[13] Claims against the insolvency estate are those generated by the bankruptcy procedure itself (derived from the costs and legal expenses of bankruptcy proceedings and from the obligations arising during the bankruptcy proceedings or which are maintained after its declaration)

The claims that are worthy of being considered as claims against the insolvency estate in the above-mentioned scenario are those that are referred to in article 9.3 of Royal Decree Law 16/ 2020. This is fresh money provided to the debtor for the purpose of financing a payment and a viability plan under a composition agreement or its amendments. Claims arising from financing transactions which result in a real increase in the liquidity resources available for the debtor are to benefit of this provision and thereto ranked as claims against the insolvency estate in case liquidation operations are to take place after the failure in the compliance of the composition agreement or its amendments. Other financing forms that do not involve new cash inflows into the insolvency estate are not to be ranked as claims against the estate although resulting from the composition agreement or the amendment of a previous passed one. Withdrawals, conversion of liabilities into capital, deferrals and substitution of some obligations by other ones are not to be considered as fresh money inputs. [14]

If the composition agreements or its amendments fail to be complied with within two years after the declaration of the state of alert, claims arising from fresh money provided to the debtor in the context of a composition agreement or its amendments will therefore be ranked as claims against the insolvency estate in a subsequent liquidation. Among the beneficiaries of this provision are those persons especially related to the debtor who have provided a personal or a real guarantee to secure a credit that permitted the debtor having access to new cash income in order (article 9.3 of Royal Decree Law 16/2020; experience shows that it is quite foreseeable that banks will rarely provide fresh money on an unsecured basis to an insolvent debtor).

It must therefore be concluded that the Royal Decree Law 16/2020 has

---

and those which the Law sets as such. The main feature of these claims against the estate are explained if one takes into account their non-bankruptcy nature and the functions they are called to perform. Thus, on the one hand, expenses generated by bankruptcy proceedings and the new obligations that arise after bankruptcy proceedings are open must be satisfied before any other claim against the debtor. Otherwise the bankrupt debtor would not be able to obtain credit since no one would be willing to finance an insolvent person or company if she had to compete with the other creditors to recover. Moreover, claims against the insolvency estate will be deducted out of the estate before bankruptcy claims are to be paid. See Sentencia del Tribunal Supremo June 24th 2014 (ECLI:ES:TS:2014:2483), E. BELTRÁN, *Las deudas de la masa*, Bolonia, Studia Albornotiana,1986, *passim* by the same author "Pago de créditos contra la masa (art. 154)" in ROJO, BELTRÁN, *Comentario a la Ley Concursal* II, Madrid, Civitas, 2004, 2439 *et seq*.

[14] A. DIAZ MORENO, "*Los efectos de los acuerdos de refinanciación en un posterior concurso*", ADCo núm 33, 2014, 169-170.

adopted a very decisive option to strengthen the composition agreement outcomes for bankruptcy proceedings already in their way once the state of alarm was declared. On this regard, attention may be drawn to the fact that according to article 704.3 TRLCon Fresh money provided by persons specially related to the debtor in the context of a refinancing agreement will not be regarded as claims against the insolvency estate but as subordinated claims. Thereto the incentives to provide fresh money to finance the viability plan out of a composition agreement resulting out of article 9.3 of Royal Decree Law 16/2020 are paramount (Although assets subject to a security interest cannot be affected by the claims of the creditors of the insolvency estate, as a general rule claims against the insolvency estate are paid as they fall due and will therefore be deducted from the insolvency estate before the distribution to the insolvency creditors begins, articles 245.2 y 429 TRLCon).

3. *Assessment of these rules.*

At this point, it is necessary an assessment of the new rules that govern financing provided by persons closely related to the struggling debtor due to the foreseeable economic crises resulting from the COVID 19 sanitary crises. And, to this end, it should not be forgotten that both articles 12 and 9.3 of Royal Decree-Law 16/2020 constitute, like the rest of the provisions set by the aforementioned Royal Decree-Law, rules of an exceptional nature, lacking an expansive force, with respect to which there is no room for analogical application and characterized by their temporary effects.

Notwithstanding this characterization, the rules are a correct response insofar as it is a useful instrument for trying to cover the financing needs of those who are/will be undergoing difficulties as a result of the economic crisis. In other words, the aim pursued is correct, since removing any burdens that may prevent those persons closely related to the debtor from financing and, therefore, maintaining her professional or business activity must be welcome.

It is a different matter if the rule, probably drafted with the urgency required by the current crisis situation, may incur in some unforeseen events that could lead to unexpected unwanted or, at least, questionable results. In this sense, and as an example of such results, we can refer to two examples.

Thus, the person especially related to the insolvent party may negotiate and acquire liabilities held by creditors of the employer in difficulty, so that the latter, in view of the situation of the debtor, decide to transfer the claims for an amount reduced in relation to their nominal value. In this way, and when the

insolvency proceedings are ultimately declared, the person specially related to that debtor will nevertheless have a liability for the full nominal amount of the acquired claim despite of the fact that she had paid a lower (or much lower) amount. The consequence will be, then, that this creditor, by having her credit ranked as an ordinary one, will have a voting power that is not proportional to the payment made to have the credit transferred, and will be able to adopt the decisions it seems appropriate and extend its effects to the rest of the ordinary and subordinate creditors when voting on a composition agreement.

On the other hand, and as a second example, it is possible that the application of the provisions of article 12.1 of Royal Decree Law 16/2020 will allow, if I may say so, the recovery of assets in favor of those persons who are close to the debtor when, in principle, they should be subject to the common satisfaction of all the creditors of the debtor. That is, since article 302.1 TRLCon is not applicable in cases of direct financing by those persons specially related to the debtor, given the classification of such claim as ordinary if a subsequent bankruptcy proceeding is open, when such credit was secured that claim will be ranked as a privileged one with all that the consequences attached to such ranking.

Regarding provisions set in article 9.3 of Royal Decree Law 16/2020, it must be noted that although the Spanish Government has opted to promote composition agreements that include a viability plan the Spanish experience shows that the composition agreement outcome of bankruptcy is, from a quantitative perspective, quite unusual. And this situation is not expected to change in the case of small and medium size business. Nevertheless, this provision may have an impact on bankruptcy proceedings of those "too big to fail" companies that are headed to bankruptcy due to the crises or whose composition agreements are to be renegotiated due to the crises. In any case, the fact that specially related persons such as companies within the group or major stock holders such as family offices or venture capital firms may end up holding against the insolvency estate claims if liquidation proceedings are open due to the failure of the composition agreement may end up resulting in the introduction of important transaction costs in the planning and voting of composition agreements or their amendments whatever is the case.

La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli *stakeholder* dopo la SHRD II

The environmental and social sustainability in the compensation policies of the directors of listed companies: the relevance of stakeholder interests after the SHRD II

Ilaria Capelli *

ABSTRACT

L'intento di questo lavoro consiste nell'esaminare gli effetti delle nuove regole in tema di remunerazione degli amministratori delle società quotate, dopo l'attuazione della SHRD II, in relazione al perseguimento di finalità diverse rispetto alla massimizzazione del profitto e riconducibili agli interessi degli *stakeholder*. A questo fine, dopo un inquadramento delle nuove regole nell'ambito delle più recenti linee di tendenza sul tema (anche in termini comparatistici), si approfondiscono i diversi ruoli che assumono, in questo genere di vicende, gli *stakeholder*, i soci e, in particolare, gli amministratori, ai quali sono indirizzate le forme di remunerazione legate al perseguimento di istanze estranee rispetto all'obbiettivo della *shareholder value*, quali la sostenibilità sociale e ambientale.

Parole chiave: remunerazione degli amministratori – *say on pay* – *Shareholder Rights Directive II* – investitori istituzionali – sostenibilità ambientale e sociale

This study aims to investigate the effects of the new rules on the compensation of the directors of listed companies, after the implementation of the SHRD II, with regard to the pursuit of purposes other than the shareholder value and linked to the stakeholder interests. For this purpose, after framing the new rules within the most recent trend lines on the subject (also referring to foreign legislation), the Author delves into the different roles, in these circumstances, of the stakeholders, of the shareholders, and of the directors, taking

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi dell'Insubria; e-mail: ilaria.capelli@uninsubria.it.

into consideration that the directors' compensation could be connected to the requests other than the shareholder value, such as social and environmental sustainability.

***Keywords**: directors' compensation – say on pay – Shareholder Rights Directive II – institutional investors – environmental and social sustainability*

SOMMARIO

1. L'attenzione per le politiche di remunerazione. – 2. La rilevanza degli interessi riferibili agli *stakeholder*: le più recenti linee di tendenza. – 3. Brevissimi cenni al quadro normativo italiano. – 4. Gli "attori" nella protezione degli interessi degli *stakeholder*. – 5. Il ruolo dei soci. – 6. Il ruolo degli amministratori. – 7. La selezione degli interessi rilevanti.

1. *L'attenzione per le politiche di remunerazione.*

Negli ultimi anni si registra una crescente attenzione verso le politiche di remunerazione che, insieme ai compensi individuali del personale più rilevante, sono oggetto di specifici e dettagliati obblighi di trasparenza [1]. In virtù di queste regole, il tema dei compensi non appartiene più, come in passato, all'ambito delle notizie riservate [2], né può essere fatto oggetto di un atteggiamento riferibile al celebre motto *never explain, never apologize* [3]; al contrario, l'art. 123-*ter* t.u.f. consegna agli azionisti e al mercato dettagliati strumenti per il monitoraggio delle politiche di remunerazione e della relativa attuazione [4].

[1] La disciplina in materia di trasparenza delle politiche di remunerazione, contenuta nell'art. 123-*ter* t.u.f. è relativamente recente, essendo entrata in vigore a seguito dell'art. 24 l. 4 giugno 2010, n. 96, che ha delegato il governo per l'attuazione delle Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE e 2009/385/CE (d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259).

[2] Con riferimento al tema della pubblicazione delle remunerazioni degli amministratori, si è persino parlato di notizie che avrebbero dovuto essere opportunamente confinate nella ben diversa categoria del "*gossip*": cfr. G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle s.p.a.*, 7, Torino, 1994, 150 e L. ENRIQUES, *Corporate Governance Reforms in Italy: what has been done, what is left to do*, in *European Business Organisation Law Review*, 10, 2009, 490.

[3] Si veda, per il riferimento al celebre motto attribuito al direttore della Banca d'Inghilterra negli anni tra le due guerre mondiali, A. CHILOIRO, *La remunerazione degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, in *Banca, impresa, società*, 2017, 81, *ivi* 83 (nt. 8).

[4] Cfr. M.L. VITALI, M. MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Diritto bancario*, 4, 2014, reperibile in www.dirittobancario.it. Il legislatore, quindi, fa propria l'idea secondo cui le politiche di remunerazione debbano essere esplicitate, in quanto ciò consente di verificare, ad esempio, se gli incentivi previsti per gli amministratori esecutivi siano in grado di alli-

Le regole attuali danno conto della piena consapevolezza del legislatore circa gli effetti delle politiche di remunerazione sui processi decisionali: le politiche di remunerazione, infatti, non rappresentano solo la sintesi di decisioni strategiche, ma sono anche in grado di produrre effetti sullo stesso procedimento di assunzione delle decisioni degli amministratori e sulla propensione al rischio di costoro; al contempo, le stesse politiche di remunerazione, come si avrà occasione di osservare, possono contribuire, nell'ambito del procedimento decisionale, a dare rilievo agli interessi delle diverse categorie di soggetti che, a vario titolo, sono coinvolti dalle scelte della società [5]. In questa prospettiva, grande importanza assume, come si avrà occasione di analizzare (si veda *infra*, par. 5), la previsione della vincolatività del voto assembleare sulla prima sezione della Relazione sulla remunerazione, vale a dire sulla politica adottata dalla società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

La crescita della consapevolezza circa la centralità delle politiche di remunerazione e la loro rilevanza per il mercato è resa evidente dall'intensificarsi dell'attenzione verso questi temi negli ultimi quindici anni: guardando soltanto al versante normativo [6], la recente modifica dell'art. 123-*ter* t.u.f. ad opera

---

neare gli interessi di questi ultimi con quello degli azionisti e se, in generale, la remunerazione risulti coerente con la redditività a lungo termine dell'impresa nel suo complesso; cfr. R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, II ed., Oxford, 2009, 75 ss.; G. FERRARINI, N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 590.

[5] Cfr. il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea dello scorso 8 marzo 2018, *"Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita"*, reperibile in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_1404A, in cui si conferma il ruolo fondamentale della remunerazione degli amministratori esecutivi nell'assicurare l'inclusione dei temi sociali ed ambientali nel procedimento di assunzione delle decisioni.

[6] Il progressivo intensificarsi dell'attenzione del legislatore europeo e domestico è il riflesso della crescente considerazione che l'opinione pubblica sta riservando al tema delle remunerazioni degli esecutivi, al quale si collega un sentito bisogno di giustizia sociale di cui la politica spesso si è fatta portatrice. Tra le diverse vicende che hanno visto l'opinione pubblica reagire a fronte di remunerazioni manifestamente eccessive, si può qui ricordare l'iniziativa del politico e imprenditore svizzero Thomas Minder, grazie al quale nel 2013, in Svizzera, è stato approvato il referendum propositivo in tema di compensi degli amministratori delle società quotate: a seguito del successo di questo referendum, è stata attribuita all'assemblea degli azionisti la competenza a decidere sugli stipendi dei *manager* delle società quotate alla borsa di Zurigo: in argomento, rinvio a R. BAHAR, R. MALACRIDA, T. SPILLMANN, *Say on Pay in Switzerland. Minder initiative wins the popular vote, Bär & Karrer Briefing*, 2013, 6, reperibile in

dell'art. 3, d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che attua la direttiva 2017/828/UE (SHRD II), rappresenta il punto di approdo di una vicenda il cui momento iniziale può essere convenzionalmente fatto coincidere con la Raccomandazione 2004/913/CE che, tra i diversi obiettivi perseguiti, annovera la trasparenza della politica di remunerazione seguita dalla società. In seguito, si è aggiunta la Raccomandazione 2009/385/CE che, nel proseguire nell'ampliamento degli ambiti di trasparenza, favorisce un maggiore controllo da parte degli azionisti e, soprattutto, interviene nel merito delle politiche di remunerazione, giungendo a fissare i principi di "*sana*" politica retributiva.

La SHRD II, nel modificare la direttiva 2007/36/UE (SHRD) in tema di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, arricchisce, sotto il profilo della trasparenza, quanto in precedenza previsto dalle altre fonti europee, imponendo alla società di elaborare una politica di remunerazione degli amministratori che deve essere "chiara e comprensibile" e soprattutto completa. Ma ciò che risulta particolarmente innovativo attiene alle previsioni che riguardano il merito delle politiche di remunerazione, in quanto l'art. 123-*ter*, terzo comma-*bis*, t.u.f., come modificato a seguito dell'attuazione della SHRD II, ora delinea la politica di remunerazione quale elemento che contribuisce "alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società" [7].

---

http://archive-ouverte.unige.ch/unige:41921. Parallelamente, si registra negli stessi anni una sempre crescente attenzione verso i temi riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale, con la sempre più accentuata presenza della consapevolezza del decisivo impatto che l'esercizio dell'attività d'impresa ha sulla società, nonché sull'ambiente, e con il riconoscimento della necessità di promuovere la responsabilità sociale d'impresa: in argomento, per l'affermarsi della responsabilità sociale d'impresa contemporaneamente alla diffusione epidemica di scandali societari, al proliferare di condizioni di lavoro indecenti per i dipendenti e alla realizzazione di impianti industriali malsicuri, rinvio alle considerazioni di L. GALLINO, *L'impresa irresponsabile*, Torino, 2005, 5 ss. e M. CASTELLANO, *La responsabilità sociale d'impresa*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 3 ss.

[7] In questa prospettiva, il nuovo art. 123-*ter* t.u.f. converge verso quanto già previsto da alcune norme di settore (come, nel settore bancario, la CRD VI; nel settore del risparmio gestito, la Direttiva UCITS V e il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 30 ottobre 2007, modificato con atto del 27 aprile 2017 e, nel settore assicurativo, il Regolamento IVASS del luglio 2018, n. 38) che vedono la remunerazione quale fattore fortemente incidente sui processi di adozione delle decisioni strategiche e in grado di influenzare sulle modalità di gestione del rischio d'impresa. Va, comunque, precisato che l'attuazione della SHRD II non è al momento definitivamente completata, in quanto mentre si scrive risulta solo avviato il processo per l'adozione delle modifiche regolamentari, già avviato con la pubblicazione da parte di Consob del documento di consultazione del 31 ottobre 2019, reperibile in www.consob.it.

Ci si domanda, dunque, quale sia il significato da attribuire ai concetti appena richiamati, quali la "strategia aziendale" e gli "interessi a lungo termine": si può ritenere che, almeno con riferimento alle questioni relative alla remunerazione degli amministratori esecutivi, il riconoscimento della rilevanza di tali questioni, in ordine, appunto, ai profili strategici e all'agire secondo una visione di lungo termine, consente di salvaguardare gli interessi degli azionisti a fronte di possibili azioni e decisioni degli amministratori attente solo a massimizzare i guadagni immediati e, di conseguenza, ad attivare i relativi meccanismi premiali, a scapito di una razionale, e lungimirante, gestione delle risorse della società.

L'espresso richiamo alla necessità che la politica di remunerazione contribuisca al perseguimento degli interessi a lungo termine della società, pertanto, ha l'effetto di orientare l'agire e il programmare degli amministratori. Per quanto possano sussistere legittimi dubbi in merito all'effettivo contenuto precettivo del richiamo al perseguimento degli interessi a lungo termine [8], data l'ampiezza dei contenuti che ad esso possono essere attribuiti [9], è certamente significativo l'avvenuto, ed espresso, recepimento normativo di istanze e prese di posizione frequentemente rinvenibili in documenti di rilievo internazionale che provengono dal mondo imprenditoriale e degli *asset manager* [10]. Ciò è avvenuto, peraltro, anche a livello di *soft law*, vista l'enfasi con cui il nuovo Codice di *Corporate Governance*, approvato nel gennaio 2020, si rivolge alla

[8] Cfr. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 30 ss. il quale ritiene che nel nostro ordinamento non vi sia un'indicazione di diritto positivo a favore del "lungo termine", cui sia possibile riconoscere una "reale portata precettiva (e non soltanto retorica)", posto che, sempre secondo questo Autore, la dialettica fra il lungo termine e il breve termine è in realtà interna al gruppo dei soci. Si può sin d'ora anticipare che il rispetto del precetto che impone il perseguimento degli interessi a lungo termine della società è, in concreto, assicurato dalla presenza di obblighi informativi verso i terzi e soprattutto verso i soci che, quando chiamati al voto sulle due sezioni della Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti, possono sanzionare l'operato degli amministratori con un voto contrario. Si veda *infra*, par. 6.

[9] Come osserva C. ANGELICI, (nt. 8), 39, infatti, la distinzione fra "breve" e "lungo termine" è piuttosto incerta, tanto che, ad esempio, un miglioramento delle condizioni ambientali o della qualità della vita dei lavoratori potrebbe essere ascritto al "lungo termine" e, allo stesso tempo, il beneficio o il vantaggio reputazionale delle scelte dell'impresa su tali questioni possono manifestarsi nell'immediato, quali conseguenze nel breve termine.

[10] Come si avrà modo di rilevare (*infra*, par. 2), la necessità di valorizzare il perseguimento di interessi di lungo periodo è, ad esempio, ben presente nello *Statement on the Purpose of a Corporation* della Business Roundtable del 19 agosto 2019 e nella Lettera del CEO di BlackRock, L. Fink, del gennaio 2019.

"creazione di valore nel lungo termine", a beneficio degli azionisti e "tenendo conto anche degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società": la "creazione di valore nel lungo termine" è, anche qui, concepita quale elemento chiave per il perseguimento del successo sostenibile [11].

Particolarmente complessa risulta essere la ricostruzione del significato da attribuire, nel contesto dell'art. 123-*ter* t.u.f., alla "sostenibilità della società". Essa, 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 *stake-*

[11] Si veda il Codice di *Corporate Governance* approvato lo scorso gennaio 2020, nelle "Definizioni"; altre indicazioni che portano all'idea dell'agire e del decidere "a lungo termine" sono reperibili, significativamente, nell'art. 1, "Ruolo dell'organo di amministrazione", Raccomandazioni, 1, con riferimento alla "generazione di valore di lungo termine", nonché nell'art. 5, "Remunerazione", Raccomandazioni, 28, con riferimento all'allineamento, nei piani di remunerazione basati su azioni per gli amministratori esecutivi e il *top management*, con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine; in questa prospettiva, il Codice di *Corporate Governance* si conforma all'esperienza di altri Codici, come ad esempio "The Dutch Corporate Governance Code" che, al *principle* n. 3.1, precisa che "The remuneration policy applicable to management board members (…) should focus on long-term value creation"; si veda, altresì, il documento *Principles of Corporate Governance, Luxembourg Stock Exchange*, reperibile in www.bourse.lu/corporate-governance, *principle* n. 7, in cui si afferma che: "The company shall establish a fair remuneration policy for its Directors and the members of its Executive Management that is compatible with the long-term interests of the company". Queste recenti tendenze sono fatte proprie anche nel Codice francese *AFEP-MEDEF* del giugno 2018 [il Codice *AFEP-MEDEF*, reperibile in www.afep.com, è un insieme di raccomandazioni elaborate, a seguito di concertazione, dall'*Association Française des Entreprises Privées* (*AFEP*) e dal *Mouvement des Entreprises de France* (*MEDEF*) e rivolte alle società quotate francesi], che include principi rivolti a rinforzare il ruolo del consiglio di amministrazione nella creazione di valore nel lungo periodo, oltre alla previsione dell'introduzione di uno o più criteri di *Corporate Social Responsibility* nella remunerazione degli amministratori esecutivi (par. 24.1.1). Particolare attenzione verso l'approccio di lungo termine è rilevabile anche nel Codice di *Corporate Governance* Belga 2020, reperibile in www.corporategovernancecommittee.be, in cui gli esecutivi sono tenuti a conservare un minimo numero di azioni in pendenza della loro carica e, nel caso in cui debbano essere pagati con azioni, queste devono essere conservate fino all'intera durata del loro ufficio; da un diverso punto di vista, lo stesso Codice Belga, al *principle* n. 7, stabilisce che, nel caso in cui la società riconosca una remunerazione variabile di breve termine, questa deve essere soggetta ad un limite massimo.

holder, di volta in volta ritenute rilevanti nella politica di remunerazione.

Questa proposta interpretativa 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" [12]. Il Venti-

[12] L'art. 9-*bis* SHRD, con il riferimento alla responsabilità sociale d'impresa, si pone nella linea di tendenza che incorpora nell'ordinamento i principi e i criteri nati nel contesto della *Corporate Social Responsibility*, i quali, almeno alle origini, si contraddistinguono per essere fatti propri dalle imprese in termini pienamente volontari: si veda M. DI RIENZO, *Della Responsabilità Sociale d'Impresa alla Responsabilità Sociale del Consumatore/Cittadino*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 9 ss.; ma si veda, per l'affievolirsi della volontarietà, almeno nell'ambito della definizione della Responsabilità Sociale d'Impresa recepita dalla Commissione Europea, la Comunicazione della Commissione del 25 ottobre 2011 [Comm. (2011) 681]: cfr. M. CASTELLANO, (nt. 6), 4. Si osserva, a questo proposito, che nel contesto delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, i criteri riferibili alla Responsabilità Sociale d'Impresa sono certamente recepiti su base volontaria, almeno nel significato per cui sono gli amministratori a decidere se, e in quale misura, richiamarsi a questi criteri e principi; rileva, tuttavia, il fatto che la norma li richiama espressamente e, allo stesso tempo, consente il loro utilizzo nella valutazione dei risultati, presumibilmente non finanziari, raggiunti dagli amministratori esecutivi. Si assiste, dunque, all'inclusione di questi criteri nell'ordinamento, nell'ambito di un meccanismo che, pur preservando il requisito della volontarietà circa la loro adozione, impone in definitiva che gli amministratori indichino formalmente quali criteri sono stati adottati e se questi risultino riferibili alla responsabilità sociale d'impresa. In altri contesti, i criteri e i principi propri della *Corporate Social Responsibility* risultano richiamati con finalità che potrebbero essere definite, in un certo senso, "premiali", come avviene quando l'adozione di processi volti a garantire forme di *Corporate Social Responsibility*, anche attraverso l'adesione a programmi promossi da organizzazioni nazionali o internazionali e l'acquisizione di indici di sostenibilità, consente di migliorare il *rating* di legalità, previsto dall'art. 5-*ter*, n. 1, d.l. 24 gennaio 2012, convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2012, n. 27, nonché dal regolamento di attuazione (Decreto 20 febbraio 2014, n. 57) del MEF-MISE (Regolamento concernente l'individuazione delle modalità in base alle quali si tiene conto del *rating* di legalità attribuito alle imprese ai fini della concessione di finanziamenti da parte delle pubbliche amministrazioni e di accesso al credito bancario ai sensi dell'art. 5 *ter*, comma 1): in argomento, rinvio a G. GIANNELLI, *Investimento reputazionale e rating di legalità*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* a cura di M.

novesimo Considerando della SHRD II, inoltre, richiama la necessità, con riferimento alla politica di remunerazione, che i risultati degli amministratori siano "valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo".

Da questi elementi si evince una presa di posizione netta in merito al dibattito sulle remunerazioni dei CEO, da considerare come un elemento rilevante per il mercato, ma soprattutto si assiste all'ingresso, nella politica di remunerazione, di criteri riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale. Assume, pertanto, rilievo, nella determinazione della politica di remunerazione, accanto alla sostenibilità economica, vale a dire la capacità di generare in modo duraturo un guadagno, la sostenibilità ambientale, intesa come la capacità di mantenere nel tempo la qualità e la riproducibilità delle risorse naturali, di preservare la diversità biologica e di garantire l'integrità degli ecosistemi; a ciò si aggiunge la sostenibilità sociale, giusta il riferimento espresso al compenso e alle condizioni di lavoro dei dipendenti della società, da intendersi come la capacità di garantire l'accesso a beni considerati fondamentali (sicurezza, salute e istruzione) e a condizioni di benessere (divertimento, socialità, serenità), in modo equo e con riferimento a questa generazione e alle generazioni future.

L'ingresso di questi nuovi criteri nel nostro ordinamento è, inoltre, promosso grazie alla nuova formulazione dell'art. 123-*ter* t.u.f. (in particolare il comma 7) che prevede l'emanazione di un regolamento Consob [13] per il cui contenuto, con riferimento alle informazioni da includere nella prima sezione della Relazione e alle caratteristiche della politica di remunerazione, è richiamato il già evocato art. 9-*bis* SHRD: il potere regolamentare risulta in questo modo orientato verso l'accoglimento di numerosi principi, fra i quali il perse-

Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 135. Non mancano altri esempi in cui il perseguimento spontaneo di risultati attinenti a temi relativi all'ambiente, alla società, al personale e al rispetto dei diritti umani è oggetto di una specifica regolazione, come avviene per la disciplina delle informazioni non finanziarie (v. *infra*, par. 3), in cui si registra l'obbligo della trasparenza sulle scelte, che restano comunque proprie dell'ente; si pensi, inoltre, alla regolazione dell'operatore di finanza etica e sostenibile (art. 111-*bis* t.u.b.), che conforma la propria attività ad una particolare attenzione all'impatto sociale ed ambientale e che, coerentemente, adotta un sistema di *governance* e un modello organizzativo a forte orientamento democratico e partecipativo, caratterizzato da un azionariato diffuso, cui si aggiungono, così confermando lo stretto nesso che intercorre tra la *governance* e le politiche di remunerazione, "politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, il cui rapporto comunque non può superare il valore di 5" [art. 111-*bis* t.u.b., primo comma, lett. e) e f)].

[13] Regolamento da adottare sentite Banca d'Italia e IVASS, per quanto riguarda i soggetti rispettivamente vigilati.

guimento degli interessi a lungo termine della società, nonché, come già evidenziato, la necessità che il complesso delle informazioni rivolte agli azionisti e al pubblico includa la metodologia utilizzata per tenere conto "del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione" (art. 9-*bis*, sesto comma), quale elemento che contribuisce a rivelare il grado di sostenibilità dell'impresa e, in particolare, la sostenibilità sociale.

Se si confronta quanto ora previsto dalla SHRD II con le precedenti fonti europee, si evince, dunque, una maggiore completezza del concetto di "sostenibilità" rispetto al passato, in cui si registrava la sovrapposizione con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società, inclusa la *compliance* normativa, essenzialmente destinata ad evitare i rischi di carattere legale e reputazionale: la Raccomandazione 2009/385/CE, al par. 3.2, infatti, prevede 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, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore"; nella stessa Raccomandazione, nel Sesto Considerando, la struttura della remunerazione degli amministratori risulta destinata a promuovere "la sostenibilità a lungo termine della società".

Il più completo concetto di sostenibilità contenuto nella SHRD II implica l'utilizzo, nella determinazione della politica di remunerazione, di criteri basati su risultati anche non finanziari, con un espresso collegamento "se del caso" con i "criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa" (v. il già richiamato art. 9-*bis*, sesto comma, SHRD). Il legislatore comunitario e nazionale si sta, dunque, occupando in modo significativo del contenuto della politica della remunerazione, introducendo un concetto di sostenibilità che si emenda dal mero approccio di lungo periodo e si dispiega verso la protezione di esigenze condivise dagli *stakeholder*, come ad esempio la sostenibilità ambientale, sociale, la tutela del personale e il rispetto dei diritti umani.

Per questa ragione, l'interpretazione delle norme e il corretto adempimento degli obblighi da esse conseguenti discendono dal significato giuridico che può essere attribuito alla sostenibilità nel contesto dell'organizzazione sociale [14]. In altri termini, risulta opportuno analizzare gli effetti, sull'organizza-

[14] Il riferimento alla sostenibilità introduce, nelle regole in materia di remunerazione degli amministratori e, conseguentemente, nell'organizzazione societaria, un concetto nato fuori dall'ambito giuridico e che esprime uno scopo collettivo, al quale mirano anche enti sovranazionali. In estrema sintesi, un riferimento allo sviluppo sostenibile è rinvenibile nelle Linee Guida dell'OCSE del 2011, destinate alle imprese multinazionali, le quali sono sollecitate a "*tenere pienamente conto delle politiche in atto nei paesi in cui operano e prendere in consi-*

zione sociale, dell'introduzione nella legge di nuovi valori e concetti che danno rilevanza anche ad interessi esterni rispetto al gruppo dei soci, vale a dire ad interessi riferibili all'ampia e non omogenea platea degli *stakeholder*.

2. *La rilevanza degli interessi riferibili agli* stakeholder*: le più recenti linee di tendenza.*

La sostenibilità sociale e ambientale è richiamata dalla SHRD II in un contesto in cui gli interessi degli *stakeholder* acquisiscono una rilevanza finora sconosciuta [15].

Recente esempio della specifica attenzione per questi temi è lo *Statement on the Purpose of a Corporation* della *Business Roundtable* del 19 agosto 2019 [16], in cui emerge l'intenzione dei firmatari di creare valore per tutti gli *stakeholder* dell'impresa societaria: soci, clienti, lavoratori, fornitori e comunità [17].

---

derazione i punti di vista degli altri stakeholder", ovvero i lavoratori, l'ambiente, i consumatori, i clienti, i fornitori, i concorrenti, la comunità, ecc. Riferimenti allo sviluppo sostenibile sono presenti nel Trattato di Amsterdam del 1997 (Art. 2.2. del Trattato di Amsterdam che modifica l'art. 2 del Trattato dell'Unione Europea), nel Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007 (punto 4 delle Disposizioni Generali del Trattato di Lisbona, che modifica il TUE) e nel Tfue (art. 11 tfue, *ex* art. 6 del TCE). Per le fonti primarie italiane, si può ricordare l'art. 1 della l. 5 gennaio 1994, n. 36 (c.d. "legge Galli"), sull'utilizzo e il riutilizzo delle fonti idriche e la *Strategia d'azione ambientale per lo sviluppo sostenibile in Italia* del 2002, elaborata dal Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio, in accordo con l'Agenda 21 e il d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152.

[15] Per quanto riguarda la pubblica opinione, basti ricordare il recente numero dell'*Economist* dal titolo "*What are Company for? Big Business, Shareholders and Society*", del 24 agosto 2019, in cui un'intera sezione della rivista risulta dedicata alle nuove politiche imprenditoriali che tengono in considerazione non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli dei clienti, dei dipendenti, dei fornitori e delle comunità di riferimento.

[16] Lo *Statement*, sottoscritto dai CEO delle più importanti società statunitensi è reperibile in https://opportunity.businessroundtable.org/. In argomento, rinvio al forum, a cura di A. PERRONE, *Lo Statement della* Business Roundtable *sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss.; si veda anche M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della* Business Roundtable, in questa *Rivista*, 2019, 627 ss. e 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, 637.

[17] La *Stakeholder Governance*, di cui il documento appena richiamato nel testo può essere considerato un manifesto, anche in ragione del fatto che risulta sottoscritto da 181 CEO di società quotate, rappresenta un approccio che intende fortemente distinguersi rispetto alla tradi-

Il contenuto di questo documento risulta particolarmente rilevante, specie se lo si compara con quanto affermato nello *Statement* della *Business Roundtable* del settembre 1997, in cui si dichiarava che il principale obiettivo dell'impresa è di generare "economic returns to its owners" [18]. Nello *Statement* del 2019, infatti, si legge che l'impresa "can focus on creating long-term value, better serving everyone – investors, employees, communities, suppliers and customers", mentre il successo delle società è messo sullo stesso piano di quello delle comunità di riferimento e del Paese.

Le posizioni espresse dalla *Business Roundtable* non rappresentano affatto un unicum, ma si collocano appieno in un'ampia corrente di opinione volta coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* nella creazione di valore condivisa e alla quale confluisce anche il manifesto di Davos 2020, "The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution" [19]. A ciò si aggiunge,

---

zionale *Shareholder Primacy*, non solo per la rilevanza che viene attribuita a soggetti diversi dai soci, ma soprattutto in termini di metodo di azione, in quanto i firmatari focalizzano l'attenzione sulla promozione dell'azione di lungo termine, a beneficio degli *stakeholder*. Cfr. A.O. EMMERICH, W. SAVITT, S.V NILES, K. IANNONE TATUM, *United States*, in *The Corporate Governance Review*, Tenth Edition, Willem J L CALKOEN, *Law Business Research*, 2020, 367. Benché la contrapposizione fra *short-termism* e il perseguimento di interessi a lungo termine non rispecchi pienamente l'antitesi fra la *Shareholder Primacy* e la *Stakeholder Governance,* nel documento si delinea un netto confronto fra lo *short-termism*, focalizzato sulla crescita del valore di mercato delle azioni e diretto a favorire i soli soci, e l'azione di lungo termine, in grado di tenere conto, nel più complesso procedimento di *decision-making* che la caratterizza, anche di interessi più ampi, tra i quali si annoverano certamente le questioni relative alla sostenibilità ambientale e sociale. Questa contrapposizione ricorda, in un contesto diverso, la sollecitazione verso il "pensiero lento", ossia il sistema di pensiero riflessivo, intenzionale e logico, attivato quando l'individuo pone attenzione, ha a disposizione più elementi di giudizio e tempo sufficiente per operare una scelta complessa; il "pensiero lento", combinato con quello "veloce", può rendere quasi automatiche le scelte più semplici e al contempo assicurare le risorse per ponderare le decisioni più complesse, come insegna D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011.

[18] M. LIPTON, *Forum Response, The American Corporation in crisis. Let's Rethink It*, in *Boston Review*, 2 ottobre 2019, reperibile in http://bostonreview.net/forum/american-corporation-crisis-lets-rethink-it/martin-lipton-new-paradigm. Lo *Statement* del 2019, rappresenta, dunque, un forte e definitivo punto di distacco rispetto alla *Shareholder Theory* che ha come capofila M. FRIEDMAN (*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970, 33). Per una recente critica della *Shareholder Primacy* rinvio a L. PALLADINO, *Ending Shareholder Primacy in Corporate Governance*, Roosevelt Institute Working Paper, Roosevelt Institute, Feb. 2019, in www.rooseveltinstitute.org.

[19] Reperibile in https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/.

nello scorso gennaio 2019, la Lettera del CEO di BlackRock, L. Fink, indirizzata agli amministratori delegati delle principali società del mondo, in cui si afferma categoricamente che: "Companies that fulfill their purpose and responsibilities to stakeholders reap rewards over the long-term. Companies that ignore them stumble and fail" [20].

Questi importanti segnali, mediante i quali la grande impresa sembra rivendicare un ruolo centrale sul piano politico e sociale, mentre gli Stati manifestano evidenti difficoltà nel garantire adeguati livelli di *welfare*, costituiscono i momenti più recenti ed eclatanti di una linea di tendenza che, negli Stati Uniti, è formata anche da *Constituency Statutes*, o *Stakeholder Statutes*, che consentono agli amministratori di tenere in considerazione interessi estranei rispetto a quelli dei soci nell'adottare le decisioni imprenditoriali [21].

Ad ulteriore conferma della presenza di un orientamento ormai dominante, si pongono varie proposte a livello politico e legislativo [22]. Sempre negli Stati Uniti stanno facendosi strada proposte volte ad affrontare la questione a livello federale, come avviene per il progetto della senatrice Elizabeth Warren, *the*

---

[20] Documento reperibile in www.blackrock.com; anche la Lettera del 2018 si pone sulla medesima linea di pensiero, valorizzando, in particolare, la strategia di lungo periodo come essenziale per affrontare le sfide potenziali; anzi, la dottrina individua come data di inizio del dibattito attuale proprio la lettera del gennaio 2018: E.B. ROCK, *For Whom in the Corporation Managed in 2020?: The debate over corporate purpose*, ECGI Working Papers Series in Law, 515/2020, maggio 2020, 2, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951.

[21] Molti Stati degli U.S.A. hanno approvato *Constituency Statutes* per mezzo dei quali sono consentiti obblighi fiduciari a favore degli *stakeholder*; in argomento, rinvio a A. BISCONTI, *The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land*, in *Loyola Los Angeles Law Review*, 2009, 765 ss.; si veda, altresì, C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders, in ricordo di P.G. Jaeger, Milano, 2010, 45 ss., e G. CONTE, *L'impresa responsabile*, 2018, 154 ss. Un esempio di *constituency statute* è rinvenibile nella legge dello Stato della Pennsylvania [15 Pa. Cons. Stat. Section 1715 (2016)], in cui si prevede che, nell'esercizio dei poteri gestori, possono essere presi in considerazione "(t)he effects of any action upon any or all groups affected by such action, including shareholders, employees, suppliers, customers and creditors of the corporation, and upon communities in which offices or other establishments of the corporation are located". Come si può rilevare, nell'esercizio dei poteri non si esige alcuna primazia degli interessi degli azionisti, ma si attribuisce al consiglio di amministrazione un'ampia discrezionalità nel dare rilevanza agli interessi dei diversi gruppi di *stakeholder*.

[22] Come osserva E.B. ROCK (nt. 20), 4, negli Stati Uniti si registra una pletora di iniziative destinate ad essere attuate dal settore privato, come ad esempio i "Commonsense Corporate Governance Principles", reperibili in https://www.governanceprinciples.org, e l'"Investor Stewardship Group", i cui principi di riferimento sono reperibili in https://isgframework.org.

Accountable Capitalism Act del 2018 (115th Congress, 2017-2019, S. 3348), in cui gli scopi della *Corporation* includono la creazione di un *general public benefit*. Questa proposta di regolazione, rivolta alle grandi imprese, si caratterizza per un approccio certamente più radicale rispetto agli appena richiamati contenuti fatti propri dalla *Business Roundtable* e dalla recente lettera del CEO di BlackRock, in quanto si esige che i consigli di amministrazione prendano in considerazione gli interessi di tutti gli *stakeholder* e si prevede che i dipendenti eleggano almeno il 40% degli amministratori [23], in questo modo predisponendo l'effettiva rappresentanza di almeno questo gruppo di *stakeholder*, in grado di far valere autonomamente le proprie istanze all'interno della società [24].

Molto meno radicale è la legislazione vigente del Regno Unito. Nella *Section* 172 del *Companies Act* del 2006, sono valorizzati gli interessi degli *stakeholder*, in un contesto in cui i doveri degli amministratori sono rivolti verso la promozione del successo della società *for the benefit of its members as a whole*, considerando, fra l'altro, anche gli interessi dei dipendenti, le conseguenze delle decisioni nel lungo termine, nonché l'impatto sull'ambiente e sulla reputazione della società [25]. Va, comunque, rilevato che gli interessi degli *stakeholder* sono valorizzati in modo "indiretto", quale riflesso di un metodo di gestione che deve avere riguardo, tra l'altro, alle conseguenze delle decisioni nel lungo termine e all'impatto delle operazioni della società sulla comunità

---

[23] L'*Accountable Capitalism Act* impone agli amministratori il dovere di creare "*a general public benefit*", con riferimento agli *stakeholder*, inclusi gli azionisti, i dipendenti, l'ambiente, tutelando così gli interessi dell'impresa nel lungo periodo. È interessante rilevare che, fra le altre disposizioni, l'*Accountable Capitalism Act* contiene anche una sezione dedicata alle politiche di remunerazione e volta a disincentivare i pagamenti in azioni per i top manager, limitando la possibilità di rivendere a breve termine i titoli ricevuti in forma di bonus o stipendio.

[24] Nell'ambito delle iniziative più radicali può essere collocata quella del senatore indipendente Bernie Sanders, il quale propone che le grandi imprese siano obbligate a trasferire almeno il 2% all'anno delle loro azioni, fino all'ammontare del 20%, in un "Democratic Employee Ownership Fund", con in più il diritto dei dipendenti di eleggere il 45% degli amministratori; si veda https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/.

[25] Questa soluzione normativa risulta ispirarsi ai principi della *Enlightened shareholder value* (*ESV*) che prevede la promozione del benessere degli azionisti nell'ambito di un orientamento verso il lungo periodo, favorendo la crescita sostenibile e compatibile con una responsabile attenzione verso un'ampia serie di interessi rilevanti degli *stakeholder*: R. WILLIAMS, *Enlightened Shareholder Value in UK Company Act*, in *UNSW Law Journal*, 2012, 360; D.K. MILLON, *Enlightened Shareholder Value, Social Responsibility, and the Redefinition of Corporate Purpose without Law*, in AA.VV., *Corporate Governance after Financial Crisis*, Edward Elgar Publishing, 2012, 68 ss.

e sull'ambiente, oltre alla necessità di favorire relazioni d'affari con fornitori e clienti e di tenere conto degli interessi dei dipendenti.

L'attribuzione di rilevanza giuridica ad interessi diversi rispetto a quelli dei soci circa la redditività e il valore delle loro partecipazioni si registra anche, in tempi molto recenti, nel vicino ordinamento francese. L'art. 169 della *Loi PACTE* (*Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises*), *Loi* n. 2019-486 del 22 maggio 2019, volta ad attenuare o eliminare una serie di formalità cui sono tenute le imprese [26], ha modificato l'art. 1833 del *Code civil*, introducendo la previsione secondo cui "La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité".

Nella *Loi PACTE* risulta rafforzata la presenza di amministratori che rappresentano i dipendenti della società, ad esempio nel caso di società controllate dallo Stato, o in società quotate in cui i dipendenti sono titolari di almeno il 3% del capitale; a ciò si aggiunge che il Codice *AFEP-MEDEF* del 2018 [27] dispone che gli amministratori che rappresentano i dipendenti all'interno di un gruppo siedano nel consiglio di amministrazione della società che prende le decisioni strategiche per il gruppo medesimo. Sussiste, inoltre, una particolare attenzione per ciò che concerne la sostenibilità sociale, posto che l'art. 187 della *Loi PACTE*, nel modificare l'art. L. 225-37-3 del *Code de commerce*, in tema di remunerazione degli amministratori delle società quotate, dispone che le remunerazioni del presidente del consiglio di amministrazione e di ciascun amministratore delegato siano rapportate, secondo specifici criteri, alla remunerazione media dei dipendenti della società all'interno del gruppo e che sia dato conto dell'evoluzione di questo rapporto nel corso dei cinque esercizi precedenti [28].

Nell'ordinamento francese, dunque, la gestione della società deve prendere in considerazione le questioni sociali e ambientali [29]. Lo stesso legislatore

---

[26] In argomento, rinvio a S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, in questa *Rivista*, 2019, 517 ss.

[27] Si veda *supra*, nt. 11.

[28] Anche nel Codice di *Corporate Governance* Belga del 2020, al *principle* n. 7 (si veda *supra*, nt. 11), si prevede che il consiglio deve assicurarsi che la politica di remunerazione sia coerente con il quadro di remunerazione generale della società.

[29] Nei lavori preparatori (*Loi* n. 2019-486 del 22 maggio 2019, "*relative à la croissance et la transformation des entreprises*", *Exposé des motifs*, reperibile in http://www.legifrance.gouv.fr/) si precisa che l'intento della legge è volto non a fornire una definizione rigida, bensì a consacrare la nozione di interesse sociale. Si osserva, altresì, che il riconoscimento della rile-

conferma che l'iniziativa rappresenta una forma di adeguamento normativo alle linee di tendenza più recenti che danno rilevanza agli interessi diversi rispetto a quelli dei soci: nell'"*Exposé des motifs*", infatti, il legislatore francese ammette di introdurre nel *Code civil* orientamenti già presenti nella giurisprudenza [30].

In particolare, con riferimento alla scelta degli interessi "esterni" da tutelare, il nuovo art. 1835 *Code civil* si caratterizza per il fatto di permettere di inserire, negli statuti, una *"raison d'être"* che, affiancandosi alla "*raison d'avoir*" [31] vada a indicare i valori cui si ispira la persona giuridica, creando in questo modo un vincolo specifico, e dichiarato, fra le imprese e gli interessi degli *stakeholder* di riferimento [32].

---

vanza delle questioni sociali e ambientali rappresenta un aspetto fondamentale della gestione delle società, in quanto ciascun amministratore si deve porre di fronte alle richiamate questioni e considerarle con attenzione nell'interesse della società, nel momento in cui si accinge ad assumere decisioni gestionali. La mancata definizione dei contenuti riferibili alle questioni sociali e ambientali è oggetto di critiche da parte della dottrina francese, la quale osserva che, nonostante il tentativo ambizioso di concretizzare nella legge i principi della *CSR*, le nuove norme possono non disporre della necessaria efficacia: M. MORALES, *La loi PACTE et la prise en compte des considérations sociales et environnementales en droit des sociétés: une réforme en trompe l'œil?*, in *Revue juridique de l'envinronnement*, 2019, 339 ss.

[30] *Exposé des motifs*, (n. 29).

[31] Così N. SENARD, J-D. NOTAT, *Rapport "L'entreprise, objet d'intérêt collectif"*, rapporto ai Ministri *de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances, du Travail*, del 9 marzo 2018, reperibile in https://www.economie.gouv.fr/mission-entreprise-et-interet-general-rapport-jean-dominique-senard-nicole-notat, in cui si prende atto del fatto che le imprese già attribuiscono rilevanza alle questioni sociali e ambientali e si suggerisce di non limitare lo sguardo alla sola *"raison d'avoir"*, ma di formulare una *"raison d'être"* che possa chiarire l'"intérêt propre de la société et de l'entreprise, ainsi que la prise en considération de ses enjeux sociaux et environnementaux". Si nota che nel *Rapport* appena citato si raccomanda di affidare la formulazione della *"raison d'être"* ai consigli di amministrazione, mediante una modifica dell'art. L.225-35 *Code de commerce*, così affidando all'organo amministrativo l'individuazione dell'ordine di priorità degli interessi da perseguire.

[32] "Cette notion de raison d'être vise à rapprocher les chefs d'entreprise et les entreprises avec leur environnement de long terme": *Notion de «raison d'être» des entreprises inscrite dans le projet de loi Pacte*, reperibile in https://www.senat.fr/questions/base/2018/qSEQ181107560.html; si veda: I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être*, in questa *Rivista*, 2019, 533 ss. anche per le critiche, anche severe, su questo nuovo concetto, accusato in sostanza di essere eccessivamente evanescente.

3. *Brevissimi cenni al quadro normativo italiano.*

Anche nel nostro Paese si registra la progressiva attenzione verso il perseguimento di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soli soci.

Si pensi alla disciplina dedicata all'impresa sociale, nella quale gli interessi degli *stakeholder* acquisiscono un ruolo essenziale, in quanto è esercitata in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale. Nelle imprese sociali, il perseguimento degli interessi diversi da quelli dei soci avviene non solo mediante la preordinazione e il raggiungimento delle appena richiamate finalità, cui si aggiunge la rinunzia da parte dei soci al lucro legato alla propria partecipazione (art. 3 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112) [33], ma anche per il tramite dell'adozione di modalità di gestione responsabili e trasparenti, che favoriscono "il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività" (art. 1, primo comma, e art. 11).

Per quanto riguarda il coinvolgimento degli *stakeholder*, si può osservare che le modalità indicate dall'art. 11 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112 appaiono molto generiche e, comunque, non particolarmente incisive sulle decisioni della società, anche quando sussistano le condizioni per l'inclusione diretta degli *stakeholder* all'interno degli organi sociali. A ciò si aggiunge la prevista esclusione dell'applicazione delle norme che dispongono tale coinvolgimento, quando si tratti di cooperative a mutualità prevalente ed enti religiosi (art. 11, ultimo comma) [34].

A tutela, indiretta, degli *stakeholder*, dunque, si pone l'appena richiamata regola che prescrive l'adozione di "modalità di gestione responsabili e trasparenti" (art. 1, primo comma), che vanno a caratterizzare l'impresa sociale, accanto alle previsioni relative alle finalità e alla limitazione del lucro soggettivo.

Gli interessi degli *stakeholder* sono oggetto di una specifica e dichiarata considerazione anche nella disciplina della società benefit [35] che, nell'esercizio di un'attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, persegue una o più finalità di beneficio comune.

Anche per la società benefit, elemento qualificante è il modo di operare,

---

[33] È, comunque, consentita una limitata remunerazione del capitale investito, come prevede l'art. 3, comma 3, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112.

[34] L'esclusione di cui si discorre nel testo riduce a pochi casi il predetto coinvolgimento diretto degli *stakeholder*, dato che la quasi totalità delle imprese sociali è costituita in forma cooperativa.

[35] Legge di Stabilità 2016 (l. 28 dicembre 2015, n. 208), commi da 376 a 384.

posto che la stessa definizione contenuta nel comma 376 della Legge di Stabilità 2016 fa riferimento a modalità responsabili, sostenibili e trasparenti "nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse". Le predette finalità sono perseguite, senza che vi sia la previsione di alcuna deroga alla disciplina dei tipi sociali, mediante una gestione volta al "bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività possa avere un impatto" (comma 377) [36]; a questo proposito, inoltre, il comma 380 precisa che "la società benefit è amministrata in modo da bilanciare gli interessi dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie indicate nel comma 376, conformemente a quanto previsto nello statuto".

Si tratta, dunque, di imprese che, in virtù della scelta volontaria di acquisire la qualifica di società benefit, strutturano la propria azione secondo i principi della responsabilità sociale d'impresa, aggiungendo così, allo scopo di lucro soggettivo, il dovere di predisporre una gestione socialmente responsabile, che sia anche in grado di affievolire la tendenza alla massimizzazione del profitto [37].

---

[36] Per l'analisi del significato, non privo di ambiguità, del previsto "bilanciamento" tra i diversi interessi al fine di raggiungere lo scopo sociale, che si declina nello scopo di lucro e al contempo nel beneficio comune, rinvio a F. DENOZZA, A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'*investor capitalism, in questa *Rivista*, 2017, 2, 8 ss.

[37] L'introduzione nel nostro ordinamento della società benefit non solo consente di accogliere le istanze legate alla *Corporate Social Responsibility,* ma impone anche dei notevoli assestamenti di sistema; tra le numerose questioni sollevate dall'introduzione della società benefit si pone quella relativa alla possibilità, per le società non benefit, di operare secondo quanto previsto dal comma 377 della Legge di Stabilità 2016, vale a dire di compiere atti o attività che non si pongano come strumentali, neppure indirettamente, rispetto allo scopo di lucro; cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 36), 10 ss.; C. ANGELICI, *Società benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 2, 5 ss.; G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in questa *Rivista,* 2017, 2, 4 ss. e 8; si veda anche S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder delle società benefit*, in questa *Rivista,* 2017, 2, 6 ss. la quale osserva che rimangono esenti dall'obbligo di assumere la forma della società benefit quelle imprese nelle quali gli impegni di responsabilità sociale non appartengono stabilmente al programma imprenditoriale concordato dai soci nello statuto della società e in cui le iniziative di *Corporate Social Responsibility,* adottate dagli amministratori, risultino compatibili con obiettivi di massimizzazione del profitto senza che sia necessario ricorrere a nessuna operazione di bilanciamento; cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 2 ss., per la piena ammissibilità, per le società "non benefit", di una gestione socialmente responsabile che "funzioni anche dal punto di vista economico". Queste ultime, infatti, possono in ogni caso porre in essere, a favore degli *stakeholder*, quelle azioni che risultino compatibili con lo scopo di lucro della società; cfr., altresì, U. TOMBARI, *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, 74 ss., il quale osserva che nella società benefit l'organo amministrativo dispone del potere-dovere di "contemperare" lo scopo lucrativo e il be-

Il perseguimento di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci è preso, inoltre, in considerazione dalle disposizioni in materia di informazioni non finanziarie (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, in attuazione della direttiva 2014/95/UE), che impongono una dichiarazione individuale o consolidata "di carattere non finanziario" agli enti di interesse pubblico, dei quali fanno parte anche le società quotate (art. 16 d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39), che superino determinati requisiti dimensionali. La dichiarazione individuale di carattere non finanziario è volta ad assicurare la comprensione dell'attività d'impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto prodotto e attiene a temi, che siano rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa, relativi all'ambiente, alla società, al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione (art. 3, primo comma, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) [38].

Le previsioni in materia di rendicontazione non finanziaria non comportano il sorgere dell'obbligo di perseguire politiche a favore degli *stakeholder* nei settori appena richiamati o in generale [39]: la disciplina, infatti, si pone esclusivamente in funzione di trasparenza sulle scelte, che rimangono sempre di competenza della società [40].

La dichiarazione è obbligatoria e in essa si deve dare conto delle ragioni delle scelte adottate, ma il contenuto e la forma della stessa sono rimessi alla discrezionalità degli amministratori, cui spetta la responsabilità in ordine alla

---

neficio comune, mentre nelle società non benefit il beneficio comune può essere perseguito solo in via residuale e strumentale rispetto allo scopo di lucro.

[38] Si veda il III Considerando della direttiva 2014/95/UE: "Nelle risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla «Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile» e sulla «Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva» il Parlamento europeo ha riconosciuto l'importanza della comunicazione, da parte delle imprese, di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti ad esempio i fattori sociali e ambientali, al fine di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori". In argomento, rinvio a S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.

[39] Come osserva U. TOMBARI, (nt. 37), 74 ss., la disciplina si fonda sul riconoscimento della facoltà degli amministratori di realizzare politiche a favore di uno o più *stakeholder*, senza entrare nel tema dei "limiti" entro i quali questa facoltà possa essere esercitata.

[40] S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss., ove si osserva che "la logica sottointesa è che la trasparenza inneschi un incentivo per le società a tenere conto di queste tematiche nella gestione nella misura in cui ciò sarà apprezzato o viceversa non premiato dal mercato, e cioè dagli investitori attuali e potenziali".

redazione e alla pubblicazione della rendicontazione non finanziaria [41]. La mancata previsione di un'approvazione da parte dei soci conferma che la stessa ha un contenuto di natura gestoria: essa viene presentata in assemblea per informare i soci e pubblicata per il mercato, seguendo la stessa disciplina prevista per la relazione sul governo societario e sugli aspetti proprietari [42].

In particolare, con la recente modifica introdotta dalla l. 30 dicembre 2018, n. 145, c.d. Legge Stabilità 2019 (art. 1, comma 1073), nella Relazione sulla remunerazione devono essere indicate "le specifiche modalità di gestione" dei rischi connessi ai temi indicati nella legge, con l'effetto che la trasparenza deve riguardare non solo l'identificazione dei rischi, ad esempio ambientali o sociali, ma anche le iniziative e le attività predisposte per prevenire e affrontare gli stessi. Si può, dunque, ritenere che la disciplina in materia di rendicontazione non finanziaria, pur non introducendo alcun obbligo in merito al perseguimento di interessi ulteriori rispetto alla massimizzazione del profitto, vada ad incidere indirettamente sul contenuto della gestione, con riferimento alla necessità di prevedere e prevenire i rischi, connessi a determinati temi di interesse generale, che derivano dall'attività d'impresa.

In questa prospettiva, le "informazioni non finanziarie" attribuiscono rilevanza giuridica ad interessi generali, riconducibili a diverse classi di *stakeholder*, incidendo indirettamente sul contenuto della gestione e avvisando i soci circa l'eventuale perseguimento di interessi diversi rispetto alla massimizzazione del profitto e circa le relative modalità. Si può ritenere che questo strumento, pur imponendo unicamente doveri di tipo informativo, abbia le potenzialità per indurre l'impresa a prendere atto con maggiore consapevolezza del contesto in cui opera [43], nonché per migliorare la reputazione dell'impresa

[41] La redazione e la pubblicazione della relazione in conformità alla legge è sottoposta alla vigilanza dell'organo di controllo (art. 3, comma 7, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254), mentre il soggetto incaricato di effettuale la revisione legale del bilancio verifica "l'avvenuta predisposizione" da parte degli amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario, riferendone in sezione separata della relazione del revisore (art. 4 Reg. Consob, del. 20267, 18 gennaio 2018). È, inoltre, previsto un apparato sanzionatorio (art. 8 d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254): S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale,* a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 115 ss.

[42] Cfr. S. BRUNO, (nt. 40), 974 ss., ove si osserva che il consiglio di amministrazione potrebbe anche decidere, autonomamente, di presentare la dichiarazione non finanziaria, ovunque contenuta, in assemblea e chiederne il voto non vincolante, anche per perseguire finalità reputazionali.

[43] Come osserva F. DENOZZA, *Scopo della società e interesse degli* stakeholders: *dalla "considerazione" all'*"empowerment", in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra*

stessa e i suoi rapporti con gli *stakeholder* [44]. Per contro, anche in questo caso, gli *stakeholder* non risultano direttamente coinvolti, essendo solo posti in grado di conoscere quale sia l'impatto "sociale" o "ambientale" dell'impresa.

4. *Gli "attori" nella protezione degli interessi degli* stakeholder.

Come si è avuto modo di osservare, il nostro legislatore si allinea alla generale tendenza volta ad attribuire, in modi diversi, rilevanza giuridica alla protezione degli interessi degli *stakeholder*.

Se, guardando alle regole appena richiamate, si concentra l'attenzione sul diverso "peso" assunto dagli "attori" coinvolti, vale a dire gli amministratori, i soci e gli stessi *stakeholder,* si può riscontrare che essi prevalentemente giocano dei ruoli aventi connotati costanti.

In particolare, gli *stakeholder* sono molto raramente resi direttamente partecipi delle decisioni in merito al perseguimento degli interessi che li riguardano, mediante forme di rappresentanza negli organi sociali o di consultazione esterna [45], essendo invece, nella maggior parte dei casi, esclusivamente destinatari di informazioni relative al perseguimento o alla protezione, da parte della società, degli interessi di cui essi sono portatori [46].

---

diritto societario e diritto internazionale, a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, 2019, 77, la regolazione sulla *non-financial disclosure* è rivolta ad indurre i gestori a considerare questi aspetti e non intende incidere direttamente sul loro comportamento.

[44] S. FORTUNATO, (nt. 41), 122, nt. 11.

[45] Questa situazione ha indotto una parte della dottrina a prospettare l'inclusione degli interessi degli *stakeholder* nel processo decisorio per il tramite della partecipazione all'organo amministrativo di componenti indipendenti, quali portatori di interessi esterni rispetto a quelli dei soci, oppure per il tramite del ricorso alla *Mitbestimmung*, quale strumento ben conosciuto in altri ordinamenti, in grado di includere i rappresentanti dei lavoratori negli organi sociali e, in una prospettiva più attuale, persino di orientare le decisioni, allineandole alle esigenze di perseguire l'obiettivo di tenere in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di *governance* (*Environmental, Social, and Governance*, o *ESG*): P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *La via legislativa alla sostenibilità. Riparliamo di cogestione?*, in *Corriere della Sera*, 2 dicembre 2019, *L'Economia*, 14. Sui possibili meccanismi di coinvolgimento degli *stakeholder*, tra i quali, ad esempio, la possibilità di essere periodicamente sentiti dal consiglio di amministrazione o il diritto di essere consultati in caso di decisioni che li coinvolgano, rinvio a F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the "Agency Theory"*, in *The Italian Law Journal*, 2017, 531 s.

[46] Come già rilevato (nt. 34), si ricorda che anche nelle imprese sociali, in cui il coinvolgimento nell'organizzazione interna è previsto tra i principi, l'art. 11, ultimo comma, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, esclude dall'obbligo proprio la maggior parte degli enti che possano assumere la qualifica di impresa sociale.

Si può, quindi, ritenere, almeno in linea di principio, che la tutela degli *stakeholder* non si realizzi tramite una soluzione organizzativa di carattere interno, con l'inclusione di ulteriori soggetti negli organi sociali, o più in generale mediante meccanismi di rappresentanza; in relazione alla posizione degli *stakeholder*, ciò su cui sembra fare affidamento il nostro legislatore è rappresentato dalle reazioni di mercato, che possono avere luogo grazie a modalità di gestione responsabile e trasparente, ma soprattutto in presenza delle previste forme di pubblicità relative alle attività intraprese al di fuori dello scopo della massimizzazione del profitto [47].

Questo elemento accomuna gli interventi legislativi del nostro Paese appena presi in considerazione, in merito alla protezione degli interessi degli *stakeholder*, alle previsioni contenute nella SHRD II con riferimento alla rilevanza dei "criteri non finanziari" nella valutazione dei risultati degli amministratori: la sostenibilità sociale e ambientale è richiamata in un contesto in cui gli attori principali sono rappresentati dagli amministratori e dai soci, cui si aggiungono le possibili reazioni del mercato a seguito dell'adempimento dei prescritti oneri pubblicitari. Infatti, elemento centrale del meccanismo tracciato dall'art. 123-*ter* t.u.f., come modificato dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, in attuazione della già richiamata SHRD II, è la creazione di un canale informativo, rappresentato dalla Relazione in materia di politica di remunerazione e sui compensi corrisposti [48], rivolto agli azionisti e al pubblico [49].

La completezza dell'informazione è garantita da norme di dettaglio [50] che

[47] Si pensi all'obbligo di rendicontazione non finanziaria (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) e alle norme in tema di impresa sociale che impongono, come si rilevava, modalità di gestione responsabile e trasparente (art. 1, primo comma, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112).

[48] La disciplina dedicata alla Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti si inserisce in un più ampio complesso informativo, di cui fa parte anche la "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari", prevista dall'art. 123-*bis* t.u.f., che deve contenere informazioni dettagliate riguardanti anche "gli accordi tra la società e gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, che prevedono indennità in caso di dimissioni o licenziamento senza giusta causa o se il loro rapporto di lavoro cessa a seguito di un'offerta pubblica di acquisto" (art. 123-*bis*, primo comma, lett. i), t.u.f.).

[49] La Relazione deve essere depositata presso la sede della società almeno ventuno giorni prima dell'assemblea annuale e, sempre entro lo stesso termine, deve essere pubblicata sul sito internet della società o con altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento (art. 123-*ter*, primo comma, t.u.f.). Si veda, altresì, l'art. 84-*quater* regolamento Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti), il quale a sua volta rinvia agli artt. 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies* del medesimo Regolamento.

[50] Un'analitica elencazione delle informazioni da inserire nella "Dichiarazione relativa alle retribuzioni" è prevista anche nelle Raccomandazioni 2009/385/CE (al par. 5) e 2004/913/CE

non solo individuano le notizie oggetto di pubblicazione, ma determinano, in maniera molto minuziosa, le modalità e la struttura stessa dell'informazione da fornire [51], con la finalità di evidenziare la coerenza (o meno) delle politiche di remunerazione, come enunciate in via di principio, con le concrete ricadute delle stesse in termini di reali remunerazioni e compensi, individuate per aggregati ed anche nominativamente.

Il documento previsto dall'art. 123-*ter* t.u.f., dunque, mette a disposizione del pubblico, e quindi anche degli *stakeholder*, una completa indicazione degli intenti programmatici che si intendono perseguire tramite lo strumento della remunerazione degli amministratori e questa forma di pianificazione deve essere funzionale alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine della società e alla sostenibilità della stessa; non deve, inoltre, mancare l'indicazione degli strumenti atti a verificare che il sistema di remunerazione adottato contribuisca alla sostenibilità [52].

La posizione di sostanziale passività degli *stakeholder*, in merito all'elaborazione di quelle politiche e strategie che possano intervenire sui propri interessi e aspettative, risulta, dunque, controbilanciata da un elevato grado di completezza e complessità degli oneri informativi a carico della società. Per vero, un'inadeguata ottemperanza alle regole in materia di *disclosure* delle politiche di remunerazione [53], specialmente per ciò che concerne la sostenibilità,

(al par. 3, specialmente 3.3). Sui flussi informativi riguardanti la remunerazione degli amministratori, rinvio a M. DEL LINZ, sub *art. 123-ter*. *Relazione sulla remunerazione*, in F. VELLA (a cura di), *Commentario al Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria*, II, Torino, 2012, 1310; A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 77 ss.

[51] Mentre la prima sezione dà conto di un ben circostanziato sforzo programmatico che, come dichiara espressamente la legge, "contribuisce alla strategia aziendale" (art. 123-*ter*, terzo comma-*bis*, t.u.f.) ed esprime un *forward-looking say on pay*, la seconda sezione si compone degli elementi che consentono di dare compiutamente conto dei compensi corrisposti (*backward-looking*), nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e controllo e i direttori generali. Sulla duplicità di contenuti, rappresentata, nel diritto inglese, dalla *directors' remuneration policy* e dall'*annual report in remuneration*, rinvio a C. GERNER, BEUERLE, T. KIRCHMAIER, *Say on Pay: do shareholder care?*, *LSE discusson papers*, 2016, reperibile in www.lse.ac.uk.

[52] La completezza delle informazioni sulle remunerazioni oggetto di informazione al pubblico esige l'esposizione dei profili strategici, in tema di remunerazione, che attengono alla promozione della sostenibilità della società, cui si aggiunge l'illustrazione del "*modo*" con cui si contribuisce alla sostenibilità. Questi intensi obblighi di trasparenza, dunque, non si esauriscono nel richiedere alla società una mera enunciazione di principio, ma si estendono al processo di realizzazione, comportando uno sforzo di concretezza che dovrebbe consentire di dissuadere dalla tentazione di ricorrere a formulazioni generiche e prive di concreti riscontri.

[53] Il rispetto delle regole di trasparenza è affidato, nel sistema contenuto nell'art. 123-*ter*

può esporre la società a reazioni da parte dell'opinione pubblica, normalmente tanto più temibili quanto maggiore è la dimensione dell'impresa [54].

5. *Il ruolo dei soci.*

L'art. 123-*ter* t.u.f. attribuisce ai soci il diritto di voto sulle politiche di remunerazione, compresi naturalmente i contenuti relativi alla sostenibilità sociale e ambientale [55].

---

t.u.f., alla verifica da parte del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio circa l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della Relazione (art. 123-*ter*, ottavo comma-*bis*, t.u.f.); il revisore, a sua volta, nel caso in cui ometta la predetta verifica, è esposto ad una sanzione amministrativa pecuniaria (art. 193, primo comma-*sexies*, t.u.f.).

[54] Ciò può portare a reazioni che si avvalgono di strumenti estranei rispetto alle regole societarie, quali possibili campagne di boicottaggio o semplicemente a forme di orientamento della pubblica opinione contro determinate scelte della società. Si rileva che, giusta la previsione appena richiamata, contenuta nell'art. 123-*ter*, terzo comma, lett. b), t.u.f., la sola descrizione della politica in materia di remunerazione adottata non consente di ritenere adempiuti i doveri di informazione, in quanto l'obbligo di illustrare "le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione della politica" espande sensibilmente siffatti doveri che, quindi includono, da una parte, la descrizione del processo interno che ha portato verso determinate scelte e, dall'altra, l'indicazione delle concrete modalità tramite le quali queste scelte programmatiche sono portate ad esecuzione. L'illustrazione della politica e delle richiamate procedure deve avvenire in modo "chiaro e comprensibile" (art. 123-*ter*, terzo comma, t.u.f.): questa precisazione, introdotta dall'art. 3 d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, in attuazione di quanto previsto nell'art. 9-*bis* SHRD, si rende opportuna in vista delle ampie finalità del documento, che non è destinato alla mera consultazione interna, ma risulta rivolto, come si diceva, agli azionisti e al pubblico degli investitori.

[55] Va, comunque, rilevato che gli azionisti sono unicamente chiamati ad approvare o a respingere la politica di remunerazione approvata dagli amministratori e non possono deliberare su politiche di remunerazione alternative (in ipotesi, per iniziativa di un socio in sede assembleare), né votare separatamente su alcune parti e non altre. In diversi contesti il ruolo dei soci si differenzia, come accade nel caso della società benefit, in cui il socio partecipa alla decisione in merito all'integrazione dell'oggetto sociale con le finalità specifiche di beneficio comune che sono state individuate e che si intendono perseguire nell'attività d'impresa: D. SICLARI, *Trasformazione in società benefit e diritto di recesso*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2019, 80 ss. La centralità dei soci nelle società benefit è chiaramente confermata dal fatto che ai soci non soltanto spetta la decisione di dare vita ad una società benefit, ma anche la scelta delle "finalità di beneficio comune": F. DENOZZA, A. STABILINI, *Due visioni della responsabilità sociale d'impresa, con una applicazione alla società benefit,* intervento al convegno *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, *"Il diritto commerciale verso il 2020: i grandi dibattiti in corso, i grandi cantieri aperti"*, reperibile in https://air.unimi.it/. Nella disciplina dedicata alla rendicontazione non finanziaria, invece, i soci

A questo proposito, si rileva che proprio il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, nel dare attuazione alla SHRD II, ha profondamente modificato, con l'obiettivo di un maggior coinvolgimento degli azionisti, il ruolo dell'assemblea delineato dell'art. 123-*ter* t.u.f. Prima delle recenti modifiche, infatti, l'assemblea era competente a deliberare, con voto non vincolante, unicamente sulla prima sezione della Relazione [56], mentre il nuovo art. 123-*ter* t.u.f. delinea ora un sistema in cui entrambe le sezioni della Relazione risultano sottoposte al voto assembleare, la cui efficacia, però, si articola diversamente a seconda che si tratti di deliberare sulla prima sezione (voto vincolante *ex* art. 123-*ter*, terzo comma-*ter*, t.u.f.), o sulla seconda sezione (voto non vincolante *ex* art. 123-*ter*, sesto comma, t.u.f.) [57].

Il voto vincolante dei soci si esprime su tutti gli aspetti relativi alla politica di remunerazione e alle modalità adottate per la sua determinazione, inclusa la configurazione della parte variabile, le prassi rivolte a riconoscere premi ancorati al raggiungimento di determinati obiettivi, nonché le procedure impiegate, compreso il ruolo del comitato per le remunerazioni e il grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nel processo di definizione delle caratteristiche del sistema retributivo [58].

---

non sono chiamati a contribuire al merito di quanto indicato nel documento, potendosi prospettare solo un'influenza indiretta degli stessi sulle scelte esposte nel rendiconto. Infatti, la rendicontazione non finanziaria non è sottoposta al voto dei soci; costoro, tuttavia, potrebbero far valere il proprio dissenso sul contenuto della rendicontazione non finanziaria, ad esempio, in occasione della delibera di nomina degli amministratori.

[56] L'espressa limitazione del voto alla sola prima sezione, nella formulazione previgente dell'art. 123-*ter* t.u.f., non escludeva la possibilità che i soci, in concreto, usassero il proprio voto al fine di dimostrare la propria generica insoddisfazione rispetto all'entità e struttura dei compensi attribuiti a tutti o ad alcuni amministratori, come risultanti dalla seconda sezione della Relazione: cfr. M. BELCREDI *et al.*, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say on pay*, Quaderni di finanza Consob, 2015, 19.

[57] In entrambe le formulazioni dell'art. 123-*ter* t.u.f., e più intensamente dopo le modificazioni introdotte dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, si ravvisa l'intendimento di coinvolgere l'assemblea sulle questioni relative alle remunerazioni alla stregua di quanto indicato nella Raccomandazione 2004/913/CE che, nell'Ottavo Considerando, lega espressamente il voto assembleare sulla politica delle remunerazioni all'esigenza di "rafforzare l'obbligo di rendere conto agli azionisti". Si veda, altresì, il Decimo Considerando della Raccomandazione 2009/385/CE: "Per ribadire la responsabilità delle società, gli azionisti dovrebbero essere incoraggiati a partecipare alle assemblee generali e ad usare nel modo opportuno i loro diritti di voto. In particolare, gli azionisti istituzionali dovrebbero assumere un ruolo di primo piano nell'assegnare al consiglio di amministrazione maggiori responsabilità con riguardo alle remunerazioni".

[58] Per individuare il contenuto della prima sezione della Relazione occorre rifarsi all'art. 123-*ter*, terzo comma, t.u.f., e allo Schema 7-*bis* dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti, il

La SHRD II si preoccupa anche di contemperare il coinvolgimento degli azionisti con la possibilità che, nel contesto dinamico dell'attività sociale, sia necessario derogare temporaneamente alla politica che la società si è data. La deroga, che non richiede il coinvolgimento dei soci, è ammessa, in circostanze eccezionali, a condizione che la politica di remunerazione approvata contenga "le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata" e gli "specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare" [59].

Un maggior coinvolgimento degli azionisti rispetto al passato si osserva anche nella previsione del voto, in questo caso non vincolante, sulla seconda sezione della Relazione. Nonostante si tratti di un *advisory vote*, esso si colloca fra le competenze ricorrenti dei soci, dato che si tratta di una materia che va posta all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio o, nelle società che si sono dotate del sistema dualistico, all'ordine del

quale impone di indicare, tra l'altro, se sia stato attivato un comitato remunerazioni composto da amministratori indipendenti, quale sia stato il grado di coinvolgimento degli organi delegati nella formulazione delle proposte di remunerazione concernenti l'alta dirigenza, l'adesione o meno alle indicazioni provenienti dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, se sia stato interpellato un esperto esterno, in base a quali criteri sia stato suddiviso il compenso tra la parte fissa e la parte variabile e in che modo si sia tenuto conto dell'esigenza di allineare gli incentivi del *management* con il perseguimento degli interessi di lungo periodo della società (si veda il principio 6.P.2 del Codice di Autodisciplina).

[59] La legge, dunque, affida alla società, in sede di formulazione della politica di remunerazione che verrà approvata dai soci, la predeterminazione delle attività necessarie per l'accertamento e la verifica delle circostanze eccezionali, indicando quali profili della politica stessa siano passibili di deroga temporanea e quali, invece, debbano rimanere invariati. La definizione di "circostanze eccezionali" risulta, invece, fornita direttamente dallo stesso terzo comma-*bis* dell'art. 123-*ter* t.u.f., nei medesimi termini utilizzati dall'appena evocato art. 9-*bis*, quarto comma, SHRD: si tratta delle situazioni in cui la deroga risulti "necessaria ai fini del perseguimento degli interessi di lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato". Pur nell'indiscutibile ampiezza della previsione, spicca il riferimento alla "necessità", che dovrebbe limitare sensibilmente la possibilità di invocare le circostanze eccezionali e che, comunque, impone agli amministratori un impegnativo onere di motivazione. Si ricorda che il previgente art. 123-*ter* t.u.f. non attribuiva effetti vincolanti alla delibera sulla prima sezione della Relazione; ciononostante, secondo la dottrina formatasi prima delle modifiche introdotte dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, in presenza di un voto contrario alla politica di remunerazione proposta, gli amministratori potevano mantenere inalterata la politica medesima solo motivando analiticamente la decisione: cfr. M. RABITTI, P. SPATOLA, sub *art. 123-ter*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, 1715; P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA, Studi in onore di G. Zanarone, Torino, 2011, 581, v. 589 s., e A.M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f*, in *Riv. dir. impresa*, 2011, 298 s.

giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile di esercizio [60], ed è quindi caratterizzato da una ben maggiore frequenza rispetto al voto sulla politica di remunerazione, per il quale la legge prevede una periodicità almeno triennale (art. 123-*ter*, terzo comma-*bis*, t.u.f.).

L'intensità del coinvolgimento degli azionisti è, inoltre, confermata dal fatto che l'oggetto della delibera consiste in un documento che non solo illustra i compensi corrisposti, fornendo un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, ma comprende anche la descrizione "di come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della Relazione" (art. 123-*ter*, quarto comma): il voto, dunque, si esprime sull'adeguatezza delle misure predisposte dagli amministratori all'esito della precedente delibera, dando in questo modo indicazione della qualità del rapporto che, in concreto, intercorre fra gli amministratori e la maggioranza assembleare.

L'eventuale voto contrario sulla seconda sezione della Relazione espone la società ad importanti effetti reputazionali [61], anche grazie al fatto che la pubblicità mette a disposizione del pubblico un'articolata serie di informazioni, fra le quali il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e il numero di astensioni, con l'effetto di evidenziare la reale entità dell'eventuale dissenso manifestato dai soci [62].

---

[60] L'art. 9-*ter* SHRD consente la previsione di un'eccezione a favore delle piccole e medie imprese, come definite nell'art. 3, par. 2 e par. 3, della direttiva 2013/34/UE; questa facoltà, in un primo tempo prevista nello schema di decreto legislativo di recepimento della SHRD II, non è stata inclusa nella versione definitiva del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49: cfr. P. VALENSISE, *Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Diritto Bancario*, 2019.

[61] Cfr., in relazione alla precedente formulazione dell'art. 123-*ter* t.u.f., A.M. BENTIVEGNA, (nt. 59), 296 s. e C. ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 326.

[62] L'obbligo di porre a disposizione del pubblico l'esito della votazione, e quindi le percentuali di voti favorevoli e contrari, fa sì che il meccanismo del *say on pay* metta il mercato nelle condizioni di poter meglio valutare quali effettivamente siano i rapporti tra i *manager* e gli azionisti e lo stato del vincolo fiduciario che lega i primi ai secondi: cfr. M. RABITTI, P. SPATOLA, (nt. 59), 1715. Pertanto, le informazioni relative all'esito della votazione consentono al pubblico di valutare questo esito, nell'ambito delle diverse circostanze che concorrono alla decisione di investire nella società e gli azionisti, per contro, possono decidere di disinvestire. Come si legge nel Documento di consultazione Consob del 10 ottobre 2011, n. 7: "La *disclosure* delle remunerazioni degli amministratori svolge due importanti funzioni. Da una parte, permette agli investitori di accedere a informazioni sul sistema di incentivi vigente in ogni impresa, favorendo una più accurata valutazione della società e l'esercizio su base informata dei di-

La disciplina che coinvolge i soci, mediante l'approvazione in assemblea, nella formazione della politica di remunerazione risulta coerente con una più generale tendenza volta ad un maggior coinvolgimento degli azionisti, anche con riguardo alle decisioni di carattere non finanziario, attinenti a questioni ambientali, sociali e di governo. Lo *shareholder engagement* in linea generale può aver per oggetto un'ampia serie di questioni, quali ad esempio il *risk management*, la *corporate governance*, la strategia, nonché appunto la remunerazione degli amministratori [63]. Il dibattito sullo *shareholder engagement* si concentra sull'opportunità di attribuire rilevanza al volere di soggetti diversi rispetto a coloro che, istituzionalmente, sono coinvolti nella gestione, dispongono delle informazioni e sono chiamati a rispondere per la gestione della società. Si pone, inoltre, la questione in merito all'opportunità di imporre doveri o forme di trasparenza in ordine all'attività di questi soggetti [64], come avviene chiaramente nel contesto della SHRD II e nelle sue diverse attuazioni nazionali.

In questo contesto avviene, dunque, secondo lo schema appena evocato, che alcuni soci, in particolare gli investitori istituzionali, tendano ad assicurarsi non solo che la società abbia una buona performance finanziaria, ma anche che la stessa disponga di un adeguato meccanismo di *corporate governance* [65]; il parziale spostamento del *locus of control* verso i soci, o meglio, verso un

---

ritti degli azionisti (…). Dall'altra, la trasparenza sulle remunerazioni può essere un valido meccanismo attraverso cui responsabilizzare gli organo competenti a definire i compensi".

[63] In argomento, rinvio a T. BARKO, M. CREMERS, L. RENNEBOOG, *Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance*, Working Paper n. 509/2017, www.ecgi.org/wp. A tale proposito si veda il XIV Considerando della SHRD II, in cui il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società è individuato come "una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite". Per la rilevanza delle istanze di *CSR* nel voto sulla remunerazione degli amministratori, rinvio a C.P. CULLINAN, L. MAHONEY, B. ROUSH, *Are CSR activities associated with shareholder voting in director elections and say on pay votes?*, in *Journal of contemporary Accounting and Economics*, 2017, 225-243.

[64] Cfr. A.O. EMMERICH, W. SAVITT, S.V NILES, K. IANNONE TATUM, (nt. 17), 367.

[65] In questo contesto, dunque, i soci manifestano interesse verso la massimizzazione dell'efficienza dell'impresa e possono indurre la società a perseguire determinati scopi, come la qualità della *governance*: cfr. S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive, Quaderni Consob,* 19, gennaio 2019, 6 ss. In più, specialmente dopo la crisi, gli investitori istituzionali sono interessati a usare la propria influenza per minimizzare i rischi che possano derivare da specifici assetti di *corporate governance*: T. BARKO, M. CREMERS, L. RENNEBOOG (nt. 63).

ben determinato "genere" di soci, gli investitori istituzionali [66], comporta la previsione di specifici obblighi di trasparenza in merito alle politiche adottate nei confronti dell'emittente, in una sorta di bilanciamento, appunto, tra il ruolo di rilievo assunto dagli stessi investitori istituzionali, specialmente per quanto riguarda le strategie e i risultati a lungo termine, e la necessaria trasparenza in merito alle strategie di investimento, la politica di impegno e la relativa attuazione [67].

Agli investitori istituzionali, dunque, è riconosciuto un ruolo rilevante, in quanto, per ciò che concerne i temi in questione, essi possono indurre la società a porsi in linea con le migliori prassi in tema di protezione delle istanze ambientali e sociali. L'*engagement* degli investitori istituzionali può produrre i propri effetti sulla stessa elaborazione delle politiche di remunerazione da parte del Consiglio di Amministrazione e, in ogni caso, assume grande rilevanza l'esercizio del diritto di voto che, come si è avuto modo di osservare, concorre alla formazione della politica di remunerazione quale voto vincolante sulla prima parte della Relazione, dedicata alla politica (*looking-forward say on pay*), mentre si esprime quale mero *advisory vote* sui compensi corrisposti (*backward-looking*). La duplice valenza del voto sulla remunerazione riflette alcune delle modalità con cui si può esprimere l'attivismo degli azionisti in questo contesto.

Le due parti della Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi realizzano, infatti, differenti forme di coinvolgimento degli azionisti. Con riferimento alla prima, infatti, il *binding vote* comporta un necessario concorso dei soci nel perfezionamento della decisione, tenendo tuttavia ben presente che l'elaborazione della politica e la redazione della Relazione spetta unicamente agli amministratori e che i soci sono privi del potere di proporre alternative.

Con riferimento alla seconda parte, l'*advisory vote*, invece, consente ai soci di mandare un'indicazione o un segnale, tanto più forte quanto maggiormente

---

[66] Il ruolo degli investitori istituzionali è stato favorito, negli Stati Uniti, dall'approvazione della legge federale in materia fiscale e del lavoro, l'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974. Essi hanno acquisito grande rilevanza tra gli anni '80 e '90 del secolo scorso: si pensi ai "*Big Three*" (BlackRock, Vanguard e State Street), che sono diventati i più grandi investitori nel mercato dei capitali; cfr. M. KAHAN, E. ROCK, *Let Shareholders Be Shareholder*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n. 467/2019, luglio 2019, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3295098.

[67] Si vedano a questo proposito i Considerando XV e XVI della SHRD II, in cui si evidenziano i due capi della questione, vale a dire l'emersione di un ruolo "di rilievo nel governo societario" (XV Considerando) e la correlativa necessità di essere trasparenti in merito alla politica di impegno (XVI e XVII Considerando).

polarizzato è il risultato del voto. La valenza di questo segnale è garantita da dettagliate prescrizioni in tema di pubblicità, volte ad informare il mercato, ed anche l'opinione pubblica, in merito alla presenza di un dissenso, più o meno largo, in seno all'assemblea [68].

6. *Il ruolo degli amministratori.*

Gli amministratori giocano un ruolo essenziale nella formazione della politica di remunerazione, compreso il perseguimento delle finalità riconducibili alla sostenibilità sociale ed ambientale. Al consiglio di amministrazione, infatti, spetta l'approvazione della Relazione sulla politica di remunerazione e i compensi, da sottoporre successivamente al voto dei soci e in cui i risultati degli amministratori "dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo" [69].

Nonostante la legge entri direttamente nel merito della politica di remunerazione, con il già evocato riferimento al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, mancano specifiche forme di sanzione per il caso in cui i relativi obblighi risultino inadempiuti. Va, tuttavia, osservato che la sostanziale vincolatività di queste disposizioni, che appunto, come si diceva, delineano il contenuto della politica di remunerazione come uno degli strumenti strategici per perseguire gli scopi indicati dal legislatore, discende dal già richiamato schema di riferimento, che vede, accanto ai compiti affidati agli amministratori, l'attribuzione del voto ai soci e la previsione di una dettagliata *disclosure* in grado di coinvolgere gli *stakeholder* e, in generale, l'opinione pubblica.

Per questa ragione, si può ritenere che un'eventuale sostanziale violazione della norma, come avverrebbe nel caso in cui nella Relazione manchino le indicazioni in merito al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità, sarebbe certamente nota ai soci chiamati al voto sulle due sezioni della relazione, nonché ai terzi, per mezzo degli appena menzionati obblighi pubblicitari.

---

[68] Si veda, a questo proposito, l'art. 125-*quater*, secondo comma, t.u.f. L'azionista, inoltre, potrebbe anche manifestare il proprio dissenso mediante quello che icasticamente viene definito "*voting with your feet*", vale a dire la cessione delle partecipazioni: N. RINGE, *Shareholder activism. A rainassance*, in W.G. GORDON, N. RINGE, *The Oxford handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2018, 387 ss.

[69] XXII Considerando SHRD II.

A ciò si aggiunge che il legislatore non si limita ad esigere che, nel merito, la politica di remunerazione sia funzionale al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ma, come avviene per l'illustrazione della politica stessa (in ordine alla quale si richiede l'indicazione delle procedure utilizzate per l'adozione ed attuazione), impone che sia esplicitato il modo con cui si intende raggiungere l'obiettivo (art. 123-*ter*, terzo comma-*bis*, t.u.f.). Questi intensi obblighi di trasparenza, dunque, non si esauriscono nel richiedere alla società una mera enunciazione di principio, ma si estendono al processo di realizzazione, comportando uno sforzo di concretezza che dovrebbe consentire di dissuadere dalla tentazione di ricorrere a formulazioni generiche e prive di concreti riscontri [70].

7. *La selezione degli interessi rilevanti.*

Come si è avuto modo di osservare, il tema delle remunerazioni degli amministratori si intreccia profondamente con il governo societario, la gestione del rischio e la promozione di valori quali la sostenibilità ambientale e sociale. Questa stretta interconnessione fra le strategie della società e le politiche di remunerazione fa sì che, come si osservava, queste ultime siano ben lungi dal rappresentare l'oggetto di una curiosità un po' impertinente, ma costituiscano uno degli aspetti in grado di delineare la concreta fisionomia della società e di contraddistinguere il suo operare [71].

In particolare, la remunerazione variabile è in grado di allineare gli interessi degli amministratori con gli interessi degli azionisti anche sotto profilo della massimizzazione del profitto, da coordinare con il perseguimento degli inte-

[70] Al di fuori di questo schema, l'inosservanza degli obblighi appena richiamati potrebbe essere rilevata dall'organo di controllo, nell'ambito delle proprie generali competenze in merito al rispetto della legge. Si può, tuttavia, osservare che manca una specifica previsione in merito ad un possibile intervento dell'organo di controllo, come invece avviene per la rendicontazione non finanziaria. In questo caso, infatti, (si veda *supra*, nt. 41) l'art. 3, settimo comma, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, senza introdurre specifiche innovazioni rispetto all'ambito delle competenze dei sindaci, dispone che "l'organo di controllo, nell'ambito delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento, vigila sull'osservanza delle disposizioni stabilite nel presente decreto e ne riferisce nella relazione all'assemblea".

[71] Come si osserva nel Final Report della Commissione Hayne, "Culture, governance and remuneration march together. Improvements in one area will reinforce improvements in others; inaction in one area will undermine progress in others": The Hon. Justice Kenneth Hayne, *Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry*, Final Report, febbraio 2019, reperibile in www.royalcommission.gov.au, 412.

ressi a lungo termine. Con le previsioni contenute nella SHRD II e la nuova formulazione dell'art. 123-*ter* t.u.f., il suddetto allineamento si deve realizzare anche nei termini della sostenibilità della società, come appunto esplicitato dal diretto rinvio all'art. 9-*bis* SHRD (art. 123-*ter*, settimo comma, t.u.f.).

Questa inclusione, nell'ambito dei criteri e delle finalità che devono connaturare la politica di remunerazione, di contenuti ulteriori e "non-finanziari", comporta una necessaria attività di coordinazione che coinvolge, da una parte, gli scopi che, in concreto, devono essere perseguiti dall'organo amministrativo (come indicati nella relazione *ex* art. 123-*ter* t.u.f.) e, dall'altra, la rendicontazione non finanziaria: infatti, è compito di quest'ultima riscontrare e, appunto, rendicontare quanto la società abbia posto in essere nei campi indicati dalla legge, naturalmente anche con riferimento a quelle attività che costituiscono oggetto di specifica valutazione al fine della determinazione dei compensi degli amministratori.

Si può osservare, in linea generale, che la possibilità, per gli amministratori esecutivi, di perseguire finalità estranee rispetto alla massimizzazione del profitto amplia grandemente lo spettro delle potenziali iniziative che gli stessi sono in condizione di intraprendere in nome della società [72] e che non sono, naturalmente, in stretta connessione con gli interessi economici dei soci.

Va, comunque, ricordato che non si rinvengono concreti diritti di partecipazione degli *stakeholder* alla vita societaria, e nemmeno essi possono agire perché la società provveda alla tutela dei loro interessi. Dunque, le disposizioni che menzionano gli *stakeholder* ampliano considerevolmente il raggio di azione degli amministratori, i quali pongono in essere le scelte gestionali, anche ispirate ai principi di Responsabilità Sociale d'Impresa, autonomamente, sotto la protezione della *Business Judgment Rule*: si pensi all'investimento di risorse addizionali nella ricerca e sviluppo, al ricorso a fonti di energia sostenibili, alla promozione della qualità del lavoro e alla creazione di un legame di lealtà con i lavoratori [73].

---

[72] L'assegnazione agli amministratori di una grande discrezionalità, che consente agli stessi di introdurre, nel loro agire, valori e finalità che potrebbero non essere condivisi con i soci, almeno in quanto non riconducibili allo scopo della massimizzazione del profitto, è oggetto di critica da parte della dottrina risalente: J.R. MACEY, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, (1991), Yale Law School, Faculty Scholarship Series, Paper 1713, reperibile in http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1713.

[73] Cfr. L. STOUT, *The Shareholder Value Myth*, in *European Financial Review*, aprile - maggio 2013, reperibile in https://ssrn.com/abstract=2277141 e cfr. M. LIPTON, (nt. 18). Ciò significa che la decisione di investire molte risorse in ricerca e sviluppo, anche al costo di sfavorire il prezzo a breve delle azioni, è completamente protetto dalla *Business Judgment Rule*, anche se l'investimento non porta i risultati sperati: cfr. E.B. ROCK, (nt. 20), 15.

L'indubitabile maggior raggio d'azione degli amministratori comporta l'affidamento ad essi compiti che esulano la tradizionale attività di gestione. Si pensi, ad esempio, alla stessa rilevazione degli interessi degli *stakeholder* e alla decisione in merito agli interessi concreti da proteggere, nonché alla necessità di agire secondo una scala di priorità: si tratta di scelte che, benché possano dirsi compatibili con la protezione degli interessi degli azionisti alla massimizzazione del profitto, possono risultare condizionate da fattori di diversa estrazione, quali ad esempio l'eventuale natura pubblica degli azionisti medesimi, o gli orientamenti politici e la sensibilità sociale degli amministratori [74].

Ciò può portare ad interpretare la grande impresa come un organismo che media tra gli interessi di vari gruppi ed individui e, dunque, a rilevare la natura politica della stessa [75], mentre in capo agli amministratori vi è il compito di realizzare composizioni auspicabilmente equilibrate dei vari interessi in gioco.

Sempre guardando al già richiamato schema che vede gli amministratori e i soci coinvolti nell'individuazione e nella tutela degli interessi degli *stakeholder*, l'amplissima discrezionalità, in via di principio, affidata agli amministratori nel determinare le politiche di remunerazione (e, per ciò che qui interessa, i termini concreti relativi alla sostenibilità sociale e ambientale cui si riferisce la legge), deve trovare un equilibrio con le scelte poste in essere dagli investitori istituzionali.

Come si osservava, costoro, quando risultano portatori di interessi ulteriori rispetto alla sola massimizzazione del profitto, introducono nel proprio agire criteri e vincoli specifici [76]. Le strategie degli investitori istituzionali, infatti,

---

[74] In questa prospettiva si pone la critica di V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 546 s. La dottrina ha osservato che le prassi socialmente responsabili inevitabilmente comportano dei costi e, dunque, quando non rispondano a norme giuridiche di condotta assistite da sanzione, devono corrispondere a risultati positivi o, almeno, neutri, sul piano produttivo: M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria delle responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 23; cfr. G. CONTE, (nt. 21), 295 e C. ANGELICI, *Note minime sull'"interesse sociale"*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2014, I, 263.

[75] M. BLAIR, L. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Virginia Law Review*, 85, 1999, 248.

[76] Si pensi all'ottemperanza agli impegni sanciti in programmi o codici di condotta precedentemente approvati, impegni a favore dei quali gli investitori si siano anche espressi nei confronti del pubblico; si pensi, altresì, a quegli investitori che vogliano evitare di essere collegati ad attività che potrebbero manifestarsi come disastrose dal punto di vista sociale o ambientale. La rilevanza degli interessi di cui sono portatori gli investitori istituzionali è sancita dalla legge, con l'imposizione di obblighi di trasparenza in capo agli investitori istituzionali medesimi

possono non essere rivolte all'individuazione del migliore tra i titoli in termini di rendimenti immediati ed essere invece interessate, ad esempio, al titolo che la maggior parte degli operatori giudicherà migliore [77], e ciò può avvenire anche in ragione dell'esistenza di un buon impianto strategico complessivo della società, ben comunicato e che dia la garanzia di tenere in dovuta considerazione gli interessi "esterni", rilevanti per la società medesima [78].

Nello schema predisposto dalla legge, in cui i soci partecipano alla formazione della politica di remunerazione nei termini già esaminati (art. 123-*ter* t.u.f.), le istanze di cui sono portatori gli investitori istituzionali non possono certamente essere ignorate e, anzi, vanno a formare proprio quei criteri, basati su risultati anche non finanziari e relativi alla responsabilità sociale d'impresa, in vista dei quali misurare i risultati ottenuti dagli amministratori, al fine della determinazione del loro compenso.

In questa prospettiva, emerge, pur nella diversità di ruoli, una stretta compartecipazione, nella determinazione degli interessi da perseguire, fra gli amministratori ed alcuni soci. La predisposizione di una politica di remunerazione che tenga conto di specifiche istanze ambientali o sociali di cui gli investitori istituzionali sono portatori, infatti, va a condizionare l'azione degli amministratori [79] e consente di dare rilievo non solo e non tanto agli interessi, in generale, degli *stakeholder*, ma agli interessi di "alcuni" *stakeholder*, ritenuti particolarmente rilevanti. Si realizza, in questo modo, una scala di priorità alla cui predisposizione e realizzazione partecipano gli amministratori e, limitata-

in ordine alla rilevanza attribuita ai temi ambientali e sociali nel monitoraggio delle società partecipate (cfr. l'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a), SHRD II).

[77] Cfr. F. DENOZZA, (nt. 43), 69, il quale rinvia alle considerazioni di J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, 1936, circa la necessità, per gli operatori del mercato di indovinare come agirà la maggioranza.

[78] Le scelte in merito alla tutela degli interessi esterni sono affidate all'impresa e, quindi in concreto agli amministratori, i quali sono incentivati ad essere "socialmente responsabili" grazie, in particolare, alle regole di trasparenza relative alle politiche adottate e alla loro concreta attuazione, con le conseguenti ricadute, in termini di costi e benefici, in termini reputazionali; cfr. C. ANGELICI, (nt. 8), 38.

[79] Si realizza in questo modo una situazione in cui l'ampiezza dei poteri degli amministratori risulta indirettamente limitata. Si può, a questo proposito, ritenere che in sostanza si tratti di una forma di "autolimitazione", posto che, anche in presenza di un procedimento che consenta una rilevazione corretta e ordinata degli interessi da perseguire, la politica di remunerazione alla cui base si pone questa forma di indiretta autolimitazione è posta in essere dall'organo amministrativo e solo successivamente approvata dai soci. Più correttamente, quindi, potrebbe parlarsi di "autoindirizzo" degli amministratori, che provvedono a predeterminare, con le procedure interne cui si accennava, le scelte di carattere gestorio.

mente all'approvazione della politica di remunerazione, i soci [80].

L'attenzione, dunque, deve concentrarsi non solo sulla generica possibilità di misurare i risultati ottenuti dagli amministratori secondo criteri non finanziari e criteri riconducibili alla *Corporate Social Responsibility*, ma soprattutto sulle modalità di selezione di questi criteri e, in ultima analisi, sulle procedure che consentano di scegliere, in concreto, quali dei possibili interessi in gioco debbano essere perseguiti.

Guardano all'organizzazione interna della società, e comunque tenendo ben presente la già descritta rilevanza delle istanze fatte proprie dagli investitori istituzionali, si può osservare che l'elaborazione della politica di remunerazione da parte dell'organo amministrativo, specialmente per ciò che concerne il perseguimento di finalità di sostenibilità sociale e ambientale, esige una serie di specifiche conoscenze; questo compito può essere affidato al comitato per la remunerazione, che sia in grado di bilanciare le diverse istanze relative alla protezione degli *stakeholder*, provenienti sia dagli investitori istituzionali, sia dagli stessi amministratori.

In ogni caso, la predisposizione di un procedimento interno per la determinazione dei concreti interessi da perseguire risulta necessaria: si pensi alla presenza, nell'organizzazione interna, di forme di rilevazione (*ex ante*) delle istanze sociali o ambientali da perseguire, nonché di riscontro e valutazione (*ex post*) dei risultati ottenuti. Si pensi, ad esempio, all'analisi dell'impatto dell'attività della società sull'ambiente, analisi che, come avviene per il *risk management*, può trovare sede nel consiglio di amministrazione [si veda il Principio 1.C.1, lett. b) e c) del Codice di Autodisciplina] [81].

---

[80] Come si osservava, in questo contesto gli *stakeholder* rimangono sempre spettatori passivi, destinatari delle informazioni loro destinate grazie alla pubblicità di cui è oggetto la politica di remunerazione. In ordine alla mancanza di poteri degli *stakeholder* adeguati ad un'efficiente autotutela, rinvio a F. DENOZZA, (nt. 43), 73. Il rapporto che intercorre fra gli esecutivi e gli investitori istituzionali può essere visto sotto diverse luci, posto che le istanze degli investitori istituzionali possono entrare nell'agire degli amministratori, fino al punto da condizionare la remunerazione di questi ultimi sulla base di risultati di carattere non finanziario e riconducibili al perseguimento di interessi di terzi, interessi fatti propri dagli investitori, oppure all'opposto la presenza di costoro potrebbe anche indurre gli amministratori, come osserva la dottrina, a dichiarare la volontà di perseguire gli interessi degli *stakeholder* allo scopo di allentare il controllo degli investitori istituzionali; cfr. F. DENOZZA, (nt. 43), 76. In entrambe le ipotesi, dunque, l'ago della bilancia è rappresentato proprio dagli investitori istituzionali; sulla centralità, per il sistema in generale, delle strategie degli investitori istituzionali, confermata dalla SHRD II, si veda, altresì, F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 620.

[81] L'analisi delle ricadute organizzative che risultano dalla rilevanza accordata ai temi rife-

Un efficiente sistema di rilevazione e riscontro consente non solo di accertare se gli amministratori abbiano agito in conformità con le politiche della società, e quindi abbiano diritto a determinate forme di retribuzione o premi [82], ma permette alla società medesima di preservarsi rispetto a possibili azioni di danni, in un contesto in cui la sensibilità per i temi ambientali e sociali è sempre più intensa. Di qui l'utilità di nuove competenze professionali, sia in capo agli amministratori esecutivi, sia per quei consiglieri che appartengono a comitati creati per queste finalità, competenze che consentano di conciliare la spinta verso la produzione di ricchezza con la preservazione di quei valori che il concetto di sostenibilità va a sintetizzare.

Le regole sin qui analizzate danno certamente conto di un nuovo approccio del legislatore nei confronti di realtà in grado di condizionare sensibilmente il comportamento delle grandi imprese e, grazie a questa nuova visione, il raggio di azione delle norme si estende fino a regolare la remunerazione degli amministratori: da oggetto di esclusiva disponibilità dei privati coinvolti, ai quali erano riservate le relative informazioni, la remunerazione degli amministratori è divenuta una questione di interesse generale e, per questo, il legislatore se ne occupa. Al contempo, l'attenzione del legislatore si sta rivolgendo verso indirizzi d'azione ed espressioni di valori, quali la sostenibilità ambientale e sociale, tradizionalmente appartenenti al regno della volontà e dell'iniziativa spontanea.

A questa *vis expansiva* delle norme, si accompagna, tuttavia, un approccio

---

ribili alla sostenibilità può avvalersi del dato comparatistico che, ad esempio, con riferimento al *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* (come modificato nel gennaio 2020, pubblicato per le quotate francesi dall'*Association Française des Entreprises Privées*, *AFEP*, e dal *Mouvement des Entreprises de France*, *MEDEF,* si veda nt. 11) affida al consiglio di amministrazione il compito di reperire informazioni circa l'evoluzione dei mercati e del contesto concorrenziale, comprese le questioni relative alla "responsabilité sociale et environnementale" (*"Les missions du conseil d'administration",* punto 1.4). Parimenti, il nuovo *Corporate Governance Code* inglese (revisionato nel giugno 2018) prevede che "The board should understand the views of the company's other key stakeholders and describe in the annual report how their interests and the matters set out in section 172 of the Companies Act 2006 have been considered in board discussions and decision-making".

[82] La presenza di politiche di remunerazione volte a premiare le decisioni "sostenibili" consente di far emergere, al livello di organizzazione interna, le esigenze delle categorie di *stakeholder* considerate rilevanti. Ciò implica, come si diceva, la presenza di forme di verifica che consentano di accertare l'allineamento degli interessi della società con gli interessi degli *stakeholder* presi in considerazione; queste forme di verifica, a loro volta, possono essere concretamente efficaci quando la politica di remunerazione includa la previsione di periodi di differimento circa la remunerazione degli amministratori, o l'introduzione di clausole di *claw-back* relative alla remunerazione variabile.

estremamente cauto del legislatore stesso che, nonostante le importanti ricadute di queste decisioni sulle strategie della società e sugli interessi dei diversi gruppi di *stakeholder*, si mostra ancora rispettoso della matrice privatistica delle politiche in merito alle remunerazioni: infatti, il meccanismo delineato dalla legge risulta essere, nella sostanza, una complessa "cornice" esterna, all'interno della quale, in ultima analisi, decidono i privati.

Le norme, infatti, pur essendo rivolte ad orientare il "merito" della politica di remunerazione, appunto anche mediante il richiamo alla sostenibilità ambientale e sociale, presuppongono, come si diceva, ampi spazi di discrezionalità, affidando all'iniziativa dell'organo di gestione, e allo specifico ruolo dei soci, l'elaborazione delle politiche di remunerazione. Il compito di perseguire questi interessi generali, ed anche il compito di trovare la sintesi tra i diversi interessi in gioco, risulta dunque sostanzialmente affidato, in coerenza anche con le linee di tendenza espresse dal già richiamato *Statement on the Purpose of a Corporation* della *Business Roundtable* del 2019, ai privati, alla loro capacità di mediare e, certamente, anche alla loro capacità di comunicare le scelte adottate.

Società benefit (di capitali) e bilanciamento di interessi: alcune considerazioni sull'organizzazione interna

Benefit corporations and balancing of interests: some considerations on the internal organization

Elisabetta Codazzi *

ABSTRACT:

Uno degli aspetti più significativi della disciplina della società benefit è, come noto, quello del bilanciamento tra l'interesse dei soci e l'interesse degli *stakeholders*, che, in assenza di specifici limiti da parte della legge e dello statuto, è rimesso alla discrezionalità degli amministratori.
Il presente scritto si propone appunto di individuare possibili strumenti (di natura procedimentale e non solo), al fine di supportare il procedimento decisionale degli amministratori e perciò garantire il perseguimento effettivo del beneficio comune da parte della società.
In tale prospettiva, si ritiene opportuno interrogarsi sul ruolo dei soci e degli *stakeholders* di società benefit e sull'importanza di un loro coinvolgimento nella *governance* della stessa.

Parole chiave: società benefit – perseguimento del beneficio comune – bilanciamento di interessi

One of the most significant aspects of the benefit corporation discipline, as is well known, is balancing "the interest of the shareholders and the interest of those that may be impacted by the company's business activity", which, in the absence of specific constrains, is left to the judgment of the directors.

* Ricercatrice presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi dell'Insubria; email: elisabetta.codazzi@uninsubria.it.

Il presente scritto costituisce rielaborazione del paper "*Società benefit di capitali e perseguimento del beneficio comune: alcune considerazioni in tema di organizzazione*", presentato al XI Convegno Nazionale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma 14-15 febbraio 2020, in tema di "*Organizzazione, Riorganizzazione e Ristrutturazione dell'Impresa nel diritto interno e nella dimensione transnazionale*".

This article aims to identify possible tools (procedural and not only) able to support the decision-making process of the directors and ensure the effective pursuit of the common benefit.
In this perspective, it is essential to consider the role of the shareholders and stakeholders in benefit corporations and the importance of their involvement in the governance.

***Keywords**: benefit corporation – pursuit of common benefit – balancing the interests of shareholders and stakeholders*

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Scopo di lucro e finalità di beneficio comune nelle società benefit. – 3. *Segue*: nelle società non benefit. – 4. Il ruolo dei soci. – 5. Il ruolo dei terzi beneficiari: gli strumenti di tutela. – 6. *Segue*: i possibili strumenti di partecipazione. – 7. Alcune considerazioni alla luce della disciplina di cui all'art. 2391 c.c. – 8. *Segue*: e della disciplina sulla direzione e coordinamento. – 9. Il bilanciamento di interessi: esercizio e limiti. – 10. Il responsabile del perseguimento dello scopo di beneficio comune. – 11. Considerazioni conclusive.

1. *Premessa.*

L'introduzione della società benefit nel nostro ordinamento, come noto, pone una serie di questioni di carattere sistematico ed applicativo, la cui soluzione, non trovando basi certe a livello normativo, è rimessa alla cura dell'interprete e all'autonomia statutaria, dal cui intervento dipendono, tanto l'efficace utilizzo dell'istituto, quanto la possibilità di valorizzare quel carattere innovativo ad esso programmaticamente attribuito dal legislatore [1].

In ciò, come si vedrà, risiede uno dei principali limiti della scarna disciplina in materia, che, innestando solo alcuni elementi di "specialità" all'interno della generale normativa sulle società cui rinvia, finisce col demandare ai soci la costruzione di un modello societario, che, per natura e finalità, richiederebbe di essere disciplinato da regole *ad hoc*, dovendosi ritenere, in particolare, che la predisposizione di un'organizzazione interna funzionale rispetto al ("duplice") scopo sociale della benefit sia pre-condizione rispetto al perseguimento effettivo dello stesso [2].

[1] Cfr. Relazione illustrativa al disegno di legge, n. 1882, in www.senato.it.

[2] La correlazione tra definizione dello scopo della società e disciplina della sua struttura organizzativa viene evidenziata, in particolare, da F. DENOZZA, *Scopo della società e interessi*

Sebbene in quest'ottica molteplici sarebbero gli aspetti da approfondire, il punto cruciale attorno al quale si snoda l'intera disciplina di cui alla l. n. 208/2015, pare rappresentato da quel bilanciamento tra l'interesse dei soci e l'interesse degli *stakeholders*, la cui realizzazione, in mancanza della previsione di precisi limiti di fonte legislativa e/o statutaria, è rimessa alla piena discrezionalità dell'organo amministrativo [3].

Per tali ragioni, nel presente scritto, ci si propone di individuare possibili strumenti (di natura procedimentale e di altro tipo), rimessi in parte alla volontà dei soci e in parte all'iniziativa degli amministratori, atti a garantire o perlomeno favorire un corretto esercizio dell'attività di bilanciamento da parte di questi ultimi, da un lato, supportandone il procedimento decisionale e, dall'altro, contenendone una discrezionalità altrimenti estremamente ampia ed in buona parte insindacabile [4].

Sebbene tutte le società di cui al libro V del codice civile (in base al comma 377 [5]) possano ricorrere al modello benefit, ci si limiterà in questa sede a

---

degli stakeholders: dalla «considerazione» all'«empowerment», in AA.VV., *La Responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, Edizioni scientifiche italiane, 2019, 65 s.; ID., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 618 s.; e anche M. MAUGERI, in AA.VV., *Lo* statement *della* Business Roundtable *sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, *ivi*, 2019, 600.

[3] Ha precisato, ad esempio, ASSONIME, *La disciplina delle società benefit*, circolare del 20 giugno 2016, n. 19, 5 (reperibile in internet al seguente indirizzo: www.assonime.it), come l'obbligo di bilanciamento rappresenti il "cuore della disciplina della società benefit"; così le *Linee Guida sul Reporting delle Società Benefit*, a cura di Network Italiano Business Reporting (N.I.B.R.), gennaio 2019 (reperibili in internet al seguente indirizzo: www.assobenefit.org) specificano che "Il bilanciamento degli interessi è un obbligo che caratterizza in modo specifico ed unico la Società Benefit ed amplia il campo di attività, discrezionalità e responsabilità dell'organo amministrativo; questa tipicità può presentare delle criticità di attuazione, considerata anche la difficoltà di dare, in generale, un contenuto specifico all'obbligo di diligenza degli amministratori. Determinante risulta tanto in termini di gestione operativa, quanto di responsabilità degli amministratori, il processo logico organizzativo-decisionale attraverso il quale gli amministratori danno corso alle attività di impresa nel suo complesso intesa" (18 s.). Ne consegue che "La progettazione, quindi, di un'adeguata struttura organizzativa, che è una delle prerogative specifiche dell'organo amministrativo di qualsiasi società lo è, ancor più, per una Società Benefit") (19).

[4] Sull'esigenza di individuare all'interno dell'atto costitutivo e dello statuto regole e criteri che gli amministratori si devono impegnare a rispettare al fine di contenere l'ampliamento smisurato della loro discrezionalità, anche G. BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia privata, nuovi obblighi di legge e prospettiva rimediale*, in *A.G.E.*, 2018, 119.

[5] L'art. 1, comma 377, parte seconda, l. n. 208/2015, precisando che "Le finalità possono essere perseguite da ciascuna delle società di cui al libro V, titoli V e VI, del codice civile, nel

prendere in considerazione le sole società benefit di capitali, non solo perché la loro presenza (specie nella forma s.r.l.) risulta quella empiricamente più significativa nel nostro ordinamento, ma anche perché gli altri tipi sociali hanno delle specificità tali da rendere necessaria una trattazione a parte [6].

Infine, attraverso l'approfondimento di tali temi, si intende contribuire (sotto il particolare angolo visuale della società benefit) alla discussione attualmente in atto a livello interno e internazionale sullo scopo della società e, in particolare, sulle modalità per "internalizzare" nella gestione societaria finalità di natura sociale e interessi degli *stakeholders*, in tal modo ridimensionando la centralità del tradizionale scopo di lucro [7].

---

rispetto della relativa disciplina", ha funzione di rinvio generale alle disposizioni codicistiche in materia societaria, applicabili in via residuale per quanto non specificamente previsto dalla normativa sulle società benefit.

[6] Per una prima indagine empirica, che segnala la netta preponderanza dell'utilizzo delle s.r.l., M. BIANCHINI, C. SERTOLI, *Una ricerca Assonime sulle società benefit, Dati empirici, prassi statutaria e prospettive*, in *A.G.E.*, 2018, 205.

[7] La considerazione di tali istanze ha portato il legislatore francese ad intervenire sulla definizione di interesse sociale, modificando l'art. 1833 del Code Civil e precisando che "*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*" (v. art. 169, *Loi Pacte* 2019-486 del 22 maggio 2019, su cui si veda anche V. MAGNIER, *Old-Fashioned yet Innovative*, in AA.VV., *Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge, Cambridge University Press, 2020, 287 ss.). Degno di nota in tale contesto è lo *Statement on the purpose of a corporation* della *Business Roundtable* del 19 agosto 2019 (pubblicato in *Riv. soc.*, 2019, 1311 ss.), dove viene chiaramente affermato che l'impresa "*can focus on creating long-term value, better serving everyone – investors, emplyees, communities, suppliers and customers*"). In tale contesto si inserisce il progetto della British Academy su "*The Future of the Corporation*" (in *Journal of the British Academy*, vol. 6, 2018, e reperibile in: https://www.thebritishacademy.ac.uk), su cui si vedano, in particolare, C. MAYER, *The future of the corporation: Towards humane business*, in *Journal of British Academy*, 2018, vol. 6, s. 1, 1 ss., 2; M.L. PASSADOR, *Analisi della ricerca della* British Academy, in *Riv. soc.*, 2019, 1307 ss. Per ulteriori approfondimenti sul tema, U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019, spec. 57 ss. e 102 ss., dove propone l'introduzione di una nuova disposizione di "diritto azionario comune" che consenta ai soci di scegliere di perseguire esclusivamente finalità lucrative, di contemperare lo scopo di lucro e quello di beneficio comune (generalizzando il modello della società benefit), ovvero di perseguire esclusivamente finalità non lucrative (civiche, solidaristiche e di utilità sociale); C. ANGELICI, *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, in *Riv. soc.*, 2020, 4 ss.; P. MARCHETTI, *Dalla* Business Roundtable *ai lavori della* British Academy, ivi, 2019, 1303 ss.; si vedano gli spunti sul tema in AA.VV., *Lo* statement *della* Business Roundtable, (nt. 2).

2. *Scopo di lucro e finalità di beneficio comune nelle società benefit.*

Il modello benefit (come sottolinea la Relazione illustrativa, che ne richiama la "duplice finalità" [8]) si caratterizza per il concomitante perseguimento da parte della società dello scopo di lucro e di una o più finalità di beneficio comune, la cui sintesi è in concreto rimessa all'attività di bilanciamento dell'organo amministrativo [9].

Come chiarisce il legislatore, sono benefit le società che "nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse" (art. 1, comma 376), laddove per "beneficio comune" si intende "il perseguimento, nell'esercizio dell'attività economica delle società benefit, di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi, su una o più categorie di cui al comma 376" (comma 378, lett. *a)*) [10].

Nonostante l'imprecisione del linguaggio legislativo (che, in più occasioni, pare confondere le "finalità" perseguite dalla società con le "attività" dalla stessa esercitate [11]) e l'inclusione delle finalità di beneficio comune nell'og-

---

[8] Cfr. Relazione illustrativa (nt.1). Sottolineano la natura "bidimensionale" dello scopo sociale, anche F. DENOZZA, A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'*investor capitalism, in questa *Rivista*, 2017, 11.

[9] La società benefit si inserisce in un processo di "ibridazione causale", già da tempo in atto nel nostro ordinamento, volto ad utilizzare lo schema societario per il perseguimento di finalità che non sono quelle tipicamente lucrative: si pensi, in particolare, alle imprese sociali di cui al d.lgs. n. 155/2006, così come di recente modificato dal d.lgs. n. 112/2017, le quali, pur potendo costituirsi nelle forme di cui al libro V, «esercitano in via stabile e principale un' attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale» (art. 1) o alle *start up* innovative, che non devono aver distribuito né possono distribuire utili ai soci per l'intero periodo in cui sono sottoposte alla relativa disciplina agevolativa (art. 25, secondo comma, lett. *e)*, d.l. n. 179/2012). Su questi temi, si rinvia, in particolare, a G.D. MOSCO, *L'impresa non speculativa*, in *Giur. comm.*, 2017, 216 ss.; M. PORZIO, *".. allo scopo di dividerne gli utili"*, in *Giur. comm.*, 2014, 661 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Profili giuridici dell'impresa sociale*, 2004, I, 1161 ss.; G. MARASÀ, *Lucro, mutualità e solidarietà delle imprese. (Riflessioni sul pensiero di Giorgio Oppo)*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 197 ss. (e, più diffusamente, ID., *Le "società" senza scopo di lucro*, Milano, Giuffrè, 1984).

[10] Sembrerebbe in tal modo richiamata la distinzione tra "*general public benefit*" ("*A material positive impact on society and the environment, taken as a whole, assessed against a third party standard, from the business and operations of a benefit corporaton*") e "*specific public benefit*", di cui viene fornito un elenco non tassativo (§ 102, *MBCL*).

[11] Si veda, ad esempio, la stessa Relazione illustrativa, (nt. 1), in cui si legge che "tali finali-

getto sociale (comma 379), pare che il modello benefit si contraddistingua rispetto alle altre società lucrative innanzitutto sotto il profilo causale, essendo il beneficio comune un fine ma nel contempo un limite rispetto allo scopo di lucro [12].

Tale conclusione non è contraddetta dalle ulteriori previsioni con cui si precisa che dette finalità "sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto" (comma 376) e che la società benefit "è amministrata in modo da bilanciare l'interesse dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie indicate nel comma 376" (comma 380).

Pare, infatti, più corretto e maggiormente conforme allo spirito dell'intervento legislativo intendere che il bilanciamento debba avvenire tra "l'interesse dei soci al profitto" e "l'interesse dei terzi al perseguimento delle finalità di beneficio comune", in tal modo ritrovandosi una corrispondenza con la citata previsione secondo cui le società benefit "oltre allo scopo di dividere gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune" [13].

Il dato normativo sembrerebbe, inoltre, attribuire in linea di principio una pari dignità ad entrambe le finalità o, comunque, non stabilisce un chiaro rapporto di prevalenza dell'una sull'altra [14].

---

tà sono contenute nell'atto costitutivo o nello statuto della società, indicate nell'ambito delle attivita` dell'oggetto sociale". Si sofferma su tale confusione terminologica da parte del legislatore, anche S. CORSO, *La società benefit nell'ordinamento italiano: una nuova "qualifica" tra* profit *e* non-profit, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1008 s.

[12] Sottolineano tale aspetto, tra gli altri, S. ROSSI, *L'impegno multi*stakeholder *della società benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 6; anche G. RIOLFO, *Le società* "benefit" *in Italia: prime riflessioni su una recente innovazione legislativa*, in *Studium Iuris*, 2016, 726 ("Se pur il riferimento è all'oggetto sociale, come contenitore per l'indicazione delle finalità di beneficio comune, la vera ibridazione che realizza il legislatore attraverso le SB è quella della causa del contratto di società"); S. CORSO (nt. 11), 1010; D. LENZI, *Le società benefit*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 899 e 900 ss.

[13] Con ciò, non si intende necessariamente porre il rapporto tra l'interesse dei soci e quello dei terzi beneficiari in chiave di netta e perdurante contrapposizione, potendo darsi, sia situazioni che, nell'ottica del perseguimento del beneficio comune, rendono necessaria una parziale riduzione della aspettativa dei soci al profitto, sia situazioni che, invece, non influiscono su essa, potendo il beneficio comune essere perseguito a prescindere.

[14] Così, G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 2 e 4; ID., *Imprese sociali, altri enti del terzo settore, società benefit*, Torino, Giappichelli, 2019, 15 s. Sottolinea come la soddisfazione dello scopo di beneficio comune debba indirettamente avvantaggiare anche gli stessi soci, D. STANZIONE, *Profili ricostruttivi della gestione di società* benefit, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 516; pare individuare una sorta di

Tale conclusione parrebbe trovare conferma nella scelta- non casuale- del termine "bilanciamento", il quale appunto implica che gli amministratori non potranno limitarsi solo a tenere conto, nelle proprie scelte, di determinati interessi (non lucrativi) (come invece è in base al c.d. "*duty to consider*", che si ritrova in diverse leggi statunitensi in materia di "*benefit corporations*" o alla stregua del *Comp. Act* inglese del 2006, *Sect.* 172.1., ove la considerazione degli interessi degli *stakeholders* è comunque funzionale al "*duty to promote the success of the company*"), ma dovranno effettuare un contemperamento tra essi e lo scopo di dividere gli utili [15].

D'altra parte, se è vero che la società benefit, in quanto società lucrativa, non può ammettere una gestione che, in vista del perseguimento di scopi diversi, possa risultare diseconomica e in alcun modo remunerativa per i suoi soci (come parrebbe discendere dal riferimento all' "attività economica" del comma 378, lett. *a)* [16]) e se è anche vero che la società benefit, per come configurata a livello legislativo, pare più strumento di valorizzazione dell'auto-

subalternità dell'interesse dei terzi rispetto a quello dei soci, M. PALMIERI, *L'interesse sociale: dallo* shareholder value *alle società* benefit, in *Banca Impresa Società*, 2017, 211 ss., ove precisa come il beneficio comune, al di là del dato letterale, vada letto come rivolto ad avvantaggiare, oltre a uno o più portatori di interesse, anche i soci della società che puntano a vedere realizzato lo scopo di dividere gli utili richiamato dal comma 376. La legge non chiarisce se il beneficio comune debba essere necessariamente correlato alle attività principali e caratterizzanti la società benefit (il suo "*core business*") oppure se tale correlazione non sia necessaria: la prima soluzione sarà chiaramente imposta, se si ritiene sussistente un rapporto di sovraordinazione gerarchica dello scopo di lucro sullo scopo di beneficio comune.

[15] Il nostro legislatore pare aver seguito l'esempio del Delaware, che, introducendo il "*duty to balance*" invece del "*duty to consider*" (*Del Code. Ann. Tit*. 8§ 365 *a)*), si è differenziato da molte altre legislazioni statali in materia di *benefit corporations*. Sul rapporto di strumentalità tra il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* e il «*Duty to promote the success of the company*» di cui alla Sect. 172.1, *Comp. Act* (2006), tra gli altri, C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 164; T. CLARKE, *International Corporate Governance, A Comparative Approach*, London-New York, Routledge, 2017, 281 ss.

[16] Sul fatto che il criterio di economicità (richiamato dal comma 378, lett. *a*), che fa riferimento all'"attività economica") rappresenti un "limite di sistema" rispetto alle attività di beneficio comune perseguite, A. BARTOLACELLI, *La società benefit: responsabilità sociale in chiaroscuro*, in *Non profit*, 2017, 261. Questo aspetto è stato, ad esempio, considerato dallo statuto di Nativa s.r.l. società benefit (in www.societabenefit.net), nel punto in cui specifica che "La società ha l'obiettivo di conseguire sufficiente profitto dall'attività oggetto del proprio operato per sostenerne la vitalità commerciale, per finanziarne il continuo miglioramento, per distribuire una parte di questi profitti annualmente ai propri soci e per rendere possibile l'avviare altre attività che siano coerenti con il suo scopo ultimo" (art. 2). Negli stessi termini anche lo statuto di Cartamagna s.p.a. società benefit (art. 2), reperibile nello stesso sito.

nomia dei soci che di protezione degli interessi degli *stakeholders*, ciò non implica però che il perseguimento del beneficio comune sia da porre in un rapporto di necessaria strumentalità rispetto alla soddisfazione dello scopo di lucro[17].

Una diversa conclusione, infatti, vanificherebbe il senso di costituire una società benefit, modello societario al quale i soci ricorrono al fine di conseguire un vantaggio (di tipo essenzialmente reputazionale) e in tale prospettiva sono disposti ad accettare una limitazione dei propri interessi lucrativi [18].

L'attività di bilanciamento sarebbe appunto funzionale alla ricerca della combinazione ottimale tra la ricerca del profitto e la protezione di quegli ulteriori interessi (non lucrativi) che gli stessi soci, nel momento in cui hanno costituito la società benefit, hanno previamente considerato rilevanti [19].

---

[17] L'analisi della complessiva disciplina dimostrerebbe, in altri termini, come la società benefit sia essenzialmente uno strumento di valorizzazione dell'autonomia dei soci-investitori e non di *empowerment* degli *stakeholders* non finanziari: così, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), spec. 13 ss.; vedi anche L. VENTURA, *"If not for profit, for what?" Dall'altruismo come "bene in sé" alla tutela degli* stakeholder *nelle società lucrative*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, spec. 589, ove precisa come le società benefit si collochino, quanto al controllo, nell'alveo della *shareholder primacy* (considerata la disciplina "socio-centrica") e, quanto agli interessi perseguiti, in una zona intermedia che può essere definita come "*shareholder welfare maximization*".

[18] Come chiarisce la dottrina statunitense, molteplici sono le ragioni che possono giustificare la costituzione di società benefit, riconducibili, da un lato, all'esigenza di contribuire alla realizzazione di finalità sociali, ma, dall'altro, a quella di consentire ai soci di trarre comunque degli utili e, in tal modo, attirare investimenti (su questo aspetto, in particolare, D. BRAKMAN REISER, S.A. DEAN, *Financing the benefit corporation*, in *Seattle U.L. Rev.*, 2017, vol. 40, 793 ss.; K. WESTAWAY, D. SAMPSELLE, *The benefit corporation: an economic analysis with raccomendations to Courts, boards, and legislatures*, in *Emory Law J.*, vol. 62, 2013, 1079 ss.; J. LEE, *Benefit corporations: a proposal for assessing liability in benefit enforcement proceedings*, in *Cornell L. Rev.*, 2018, vol., 103, 1083 ss.; M.B. DORFF, *Why benefit corporations?*, in *Del. J. Corp. L.*, vol. 42, spec. 86 ss.).

[19] In realtà, l'esigenza per gli amministratori di provvedere ad una comparazione tra i diversi interessi era già emersa, come noto, a seguito della riforma societaria e della conseguente diversificazione della struttura finanziaria della s.p.a.: tra gli altri, S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2015, 209; F. DENOZZA, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto antitrust*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa, Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale* (Bologna, 8-9 ottobre 2004), Milano, Giuffrè, 2006, 123; C. ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 585; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi, Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2014, 5. Si veda recentemente sul tema, 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, 637 ss. Un'interessante alternativa rispetto al riconosci-

3. Segue*: e nelle società non benefit.*

L'introduzione di una specifica disciplina sulle società benefit porta ad interrogarsi sui i riflessi sistematici della stessa sulle altre società lucrative (non benefit) che perseguano finalità di beneficio comune.

E', infatti, necessario chiedersi se (ed eventualmente entro quali limiti) le società che non abbiano optato per divenire benefit (e quindi, in quanto tali, caratterizzate da uno scopo pienamente lucrativo) possano, stante la presenza nell'ordinamento di un modello societario deputato a ciò, perseguire, in via di fatto o in virtù di una previsione statutaria in tal senso, finalità altruistiche, ideali o comunque non lucrative, ovvero, se, per operare in tal senso, siano tenute necessariamente ad assumere la veste di benefit (modificando l'atto costitutivo o il contratto sociale ai sensi dell'art. 1, comma 379) [20].

Secondo quanto emerge dai lavori preparatori, la nuova disciplina sulla società benefit avrebbe un carattere innovativo, in quanto, prima della sua introduzione, non sarebbe stato possibile per le società interessate perseguire uno scopo "aggiuntivo" rispetto a quello lucrativo [21].

---

mento di diritti di partecipazione in capo agli *stakeholders* è quella che presuppone l'esistenza, in capo agli amministratori, tenuti a contemperare tra i diversi interessi rilevanti, un *duty of impartiality*: così, A.N. LICHT, *Stakeholder Impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of the Corporation*, Working Paper n° 476/2019, in www.ecgi.it, spec. 23 ss.

[20] In realtà, sebbene anche in passato si ritenesse in qualche misura possibile per le società lucrative perseguire, in virtù di scelte dell'organo amministrativo o di una specifica disposizione statutaria, finalità ideali, sociali o altruistiche, è anche vero che la Cassazione ne ha individuato dei ben precisi limiti, ammettendone la liceità "purchè tale destinazione- per la sua entità o per altre ragioni- non venga a pregiudicare lo scopo lucrativo perseguito" nonché precisando che, al di là di casi espressamente previsti dalla legge, l'autonomia statutaria non può creare società di capitali senza scopo di lucro (pena la nullità delle relative clausole) (Cass., sez. I, 12 aprile 2005, n. 7536, in *Foro it.*, I, 2006, 2889). Tra coloro che prima dell'introduzione della normativa sulla società benefit, ritenevano che una parte degli utili potesse essere destinata a finalità di beneficio comune, M. STELLA RICHTER jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, vol. 1 *, Torino, 2004, 165 ss., 242 ss.; G. OPPO, *Sulle erogazioni "gratuite" delle aziende di credito*, in *Scritti giuridici*, vol. IV, Padova, 2000, 139 ss, spec. 148; G. MARASÀ, (nt. 9), 285 s., 498 ss.; sul tema anche P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, Giuffrè, 2010, 91; più recentemente, si sofferma sull'ammissibilità degli atti a titolo gratuito o donazioni per le società di capitali, A. LUPOI, *L'attività delle "società benefit" (l. 28 dicembre 2015 n. 208)*, in *Riv. not.*, 2016, 811 ss., 833.

[21] Relazione, (nt. 1) ("*Un impegno della società, e quindi degli amministratori, a perseguire uno scopo aggiuntivo rispetto a quello del profitto non è stato finora contemplato e disciplinato nel nostro ordinamento e, pertanto, lo scopo di beneficio comune potrebbe risultare allo stato attuale in-*

Sul punto, però, si registrano, nel dibattito formatosi in argomento, distinte posizioni, che in questa sede si possono solo sinteticamente riassumere.

Secondo la tesi più restrittiva, la possibilità per le società non benefit di esercitare "in misura rilevante" attività volte al bene comune e prive di qualsiasi finalità lucrativa non sarebbe più consentita (ponendosi in espresso contrasto con il comma 379), laddove sarebbero, invece, ammissibili solo occasionali e marginali atti di beneficienza, a condizione che gli stessi, pur essendo nell'immediato non remunerativi, siano indirettamente strumentali rispetto ai fini lucrativi della società [22].

Secondo una visione ulteriore ma non del tutto dissimile dalla precedente, le società lucrative che intendano perseguire finalità di carattere sociale sarebbero tenute ad utilizzare il modello della società benefit solo nel caso di "opzione forte" di responsabilità sociale dell'impresa (ovvero, nel caso in cui intendano "integrare stabilmente le finalità di bene comune nelle strategie aziendali"), laddove non sarebbero tenute ad assumere tale qualifica le imprese nelle quali gli impegni di responsabilità sociale non appartengano stabilmente al programma imprenditoriale concordato dai soci nello statuto e le relative iniziative siano comunque compatibili con obiettivi di massimizzazione del profitto [23].

---

compatibile e incorrere in difficoltà nel caso di registrazione presso le camere di commercio"). Ma reputa "insincera (e comunque inesatta)" la Relazione illustrativa al disegno di legge, M. STELLA RICHTER jr., *Società benefit e società non benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 4, ritenendo che il perseguimento di finalità di beneficio comune fosse possibile anche prima di tale disciplina.

[22] Così, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 10; nello stesso senso, U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Riv. soc.*, 2018, 26 ss., secondo cui non vi sarebbe alcuno spazio per un contemperamento ed un bilanciamento tra interessi "lucrativi" e "non lucrativi" al di fuori del paradigma della società benefit, ragion per cui tutte le altre società (lucrative) potrebbero perseguire finalità di beneficio comune solo in via residuale rispetto agli interessi lucrativi dei soci, nonché in modo strumentale alle finalità di lucro della società; in questa direzione parrebbe anche G.B. PORTALE, *Diritto societario tedesco e italiano in dialogo*, in *Banca borsa tit. cred*, 2018, I, 607; *contra*, rispetto a tale tesi, che ravviserebbe una contrapposizione antinomica tra società benefit e non benefit, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss., 318.

[23] Così, S. ROSSI, (nt. 12), 6. Desume dall'introduzione della normativa sulla società benefit un divieto di programmare il perseguimento di finalità di beneficio comune, non anche il compimento di singole operazioni volte a soddisfare finalità di questo tipo, C. ANGELICI, *Società benefit*, in questa *Rivista*, 2017, 8. Vedi anche ASSONIME, (nt. 3), 13 s., precisando come l'obbligo di modificare l'atto costitutivo o contratto sociale per le società che intendano divenire benefit si applichi solo a quelle società che "sviluppino in modo permanente politiche di lungo termine volte al perseguimento di benefici comuni, che siano pienamente integrate nel *business model* e nella cultura d'impresa".

Di tutt'altro avviso è chi, invece, ritiene che l'introduzione della società benefit nel nostro ordinamento non impedisca alle società ordinarie di realizzare anche scopi di beneficio comune, essendo una diversa lettura in contrasto con le finalità promozionali del legislatore, che, al di là della qualifica formale di società benefit, intenderebbe favorire scopi di interesse generale e comportamenti responsabili da parte di tutte le imprese [24].

La differenza tra le due ipotesi starebbe, perciò, essenzialmente nel fatto che le società benefit "*devono*" perseguire anche finalità di beneficio comune, mentre quelle non benefit "*possono*" farlo [25].

Alla luce di tali contrapposte opinioni, pare necessario sottolineare come la distinzione tra società benefit e non benefit rilevi anche sul piano della disciplina applicabile e, in particolare, della *governance*, nonché dei doveri e delle responsabilità a carico della società e degli amministratori.

Si pensi, innanzitutto, al fatto che, mentre nelle società non benefit la scelta di perseguire finalità non lucrative è normalmente lasciata all'iniziativa degli amministratori e quindi del gruppo di comando, senza che i soci di minoranza abbiano la possibilità di incidere su tale decisione, nelle società benefit, invece, la parziale rinuncia al profitto vincola tutti i soci sulla base di un programma dagli stessi previamente condiviso e confluito nell'oggetto sociale [26].

Non a caso una delle problematiche di cui si discute è quella degli strumenti di tutela disponibili per i soci che non condividano la scelta della società di divenire benefit (e questo, in particolare, per quanto riguarda la legittimazione all'esercizio del diritto di recesso [27]).

---

[24] G. MARASÀ, (nt. 14), 4 ss., ritenendo che la previsione che impone la modifica statutaria per le società non benefit debba essere intesa come un onere per le imprese che intendano acquisire la qualifica di società benefit, non come un divieto di svolgere attività idonee a realizzare anche scopi di beneficio comune.

[25] Precisa, M. STELLA RICHTER jr., (nt. 21), che, mentre le società benefit "devono" perseguire anche finalità di beneficio comune, le società non benefit "possono" perseguire anche finalità di beneficio comune ("In buona sostanza, quindi, la differenza riposa nella lettera dello statuto e anzi origina dal tenore della relativa clausola: nel primo caso, si farà ricorso al verbo servile "*dovere*" nel secondo, al modale "*potere*").

[26] Per questi rilievi, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 9 s.

[27] Sul fatto che la modifica dello statuto della società non benefit ai sensi del comma 379 comporti sicuramente "una sostanziale modifica della attività della società e delle condizioni dell'investimento del socio", F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 10; nello stesso senso, S. ROSSI, (nt. 12), 6, secondo cui la trasformazione in società benefit, alterando l'originario profilo della società, in ragione della parziale rinuncia al profitto ove necessaria per l'interesse comune, porta a ritenere che sia sempre integrato quel "cambiamento significativo dell'attività della società" rilevante ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lett. *a),* c.c.; fonda l'esercizio del dirit-

Proprio la configurazione del bilanciamento tra scopo lucrativo e finalità di beneficio comune in termini di doverosità (e non di mera facoltà) sembrerebbe, inoltre, rappresentare quel *quid* in grado di attribuire alla fattispecie benefit carattere "innovativo" rispetto, non solo alla disciplina societaria generale, ma anche a quella speciale contenuta negli interventi legislativi precedenti (si pensi, ad esempio, alla recente normativa sulle informazioni di carattere non finanziario di cui al d.lgs. n. 254/2016, che, pur rappresentando un momento significativo di trasparenza sulle politiche sociali dell'impresa, non parrebbe mutare la natura degli interessi che gli amministratori sono tenuti a perseguire) [28].

Come già chiarito, la l. n. 208/2015, ha, infatti, "istituzionalizzato" il perseguimento del beneficio comune elevandolo a scopo ("duale") della società, nonché introducendo in capo agli amministratori un obbligo di bilanciamento, il quale sembrerebbe avere una portata esimente rispetto alla possibile respon-

to di recesso su una modificazione statutaria concernente "i diritti di partecipazione" di cui all'art. 2437, lett. *g)*, c.c., M. STELLA RICHTER jr., (nt. 21), 10; ritiene preferibile un approccio casistico, che porti ad esaminare in concreto le declinazioni dello scopo benefit, S. CORSO, (nt. 11), 1013 ss.; tende a distinguere a seconda che la società avesse già orientato o meno la propria gestione verso obiettivi di sostenibilità, ASSONIME, (nt. 3), 16 ss. Interessante è la recente pronuncia di Cass., 22 maggio 2019, n. 13845, in *Soc.*, 2019, 936 ss, secondo cui "in tema di recesso dalla società di capitali, l'espressione "diritti di partecipazione" di cui all'art. 2437 c.c., lett. *g)*, per quanto nell'ambito di una interpretazione restrittiva della norma tesa a non incrementare a dismisura le cause legittimanti l'*exit*, comprende in ogni caso i diritti patrimoniali implicati dal diritto di partecipazione, e tra questi quello afferente la percentuale dell'utile distribuibile in base allo statuto; ne consegue che la modifica di una clausola statutaria direttamente attinente alla distribuzione dell'utile, che influenzi in negativo i diritti patrimoniali dei soci prevedendo l'abbattimento della percentuale ammissibile di distribuzione dell'utile di esercizio in considerazione dell'aumento della percentuale da destinare a riserva, giustifica il diritto di recesso dei soci di minoranza".

[28] Dubita del carattere "innovativo" della disciplina della società benefit, ritenendo che anche in assenza di tale normativa i soci possano ricomprendere nell'oggetto sociale obiettivi di carattere ideale, vincolando gli amministratori al loro perseguimento, S. PRATAVIERA, *Società* benefit *e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, spec. 949 ss. Sul fatto che la disciplina sulle dichiarazioni di carattere non finanziario di cui al d.lgs. n. 254/2016, non muti gli "interessi" che un amministratore di s.p.a. deve perseguire, U. TOMBARI, (nt. 7), 79; esclude che da tale normativa possano discendere dei doveri, in capo agli amministratori di società quotate, di perseguire obiettivi non finanziari per finalità di interesse generale, M. MAUGERI, *Informazioni non finanziarie e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992, 1002 ss.; nello stesso senso, G.B. PORTALE, (nt. 22), 606 s.; sottolinea N. RONDINONE, *Interesse sociale vs. interesse "sociale" nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d.lgs. n. 254/2016*, in *Riv. soc.*, 2019, 368 ss., come il rispetto di tali obblighi di trasparenza però implichi, specie nell'ambito dei gruppi societari, il sorgere di doveri organizzativi in capo agli organi di amministrazione e controllo.

sabilità degli stessi per non aver operato in vista del massimo profitto [29].

Ciò porterebbe perciò ad escludere che tutte le altre società (non benefit) possano – perlomeno in modo strutturale e non episodico – perseguire finalità non lucrative senza che gli amministratori ne siano chiamati a rispondere [30].

In conclusione, se qualsiasi società potesse compiere, attraverso sistematici bilanciamenti, atti di beneficio comune che vanno a comprimere gli interessi lucrativi dei soci, l'aver creato un modello societario *ad hoc* (dotato di una propria disciplina e, in particolare, di un sistema apposito di controlli e di sanzioni), diverrebbe completamente inutile; diversamente, con l'introduzione di uno specifico statuto per la società benefit l'ordinamento avrebbe inteso garantire, quale regola generale, l'intangibilità dello scopo di lucro, individuando *ex lege* le ipotesi in cui lo stesso può essere anche parzialmente limitato [31].

---

[29] Del resto, anche i sostenitori della tesi più permissiva rispetto alla possibilità da parte delle ordinarie società lucrative di perseguire anche finalità sociali non possono fare a meno di riconoscere che solo nella società benefit possa valere un'attenuazione della responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci per il perseguimento di scopi diversi da quello di massimizzazione del profitto (accanto all'ordinaria *business judgment rule*, si avrebbe perciò una sorta di "*benefit judgment rule*"): così, M. STELLA RICHTER jr, (nt. 21), 6 s; ID., Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: *magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, 962 s., nota 14. Anche la dottrina statunitense riconosce la novità della *benefit corporation*, dando atto del fatto che, in assenza di un intervento legislativo sul punto, non si sarebbe potuto deviare dalla regola fondamentale dello *shareholder value*: tra gli altri, K. WESTAWAY, SAMPSELLE, (nt. 18), 1084.

[30] E proprio tale rilievo sembrerebbe smentire uno dei presupposti utilizzati per giustificare il perseguimento, da parte delle società non benefit, di atti di beneficio comune, ovvero quello di incentivare tutte le imprese all'adozione di modelli virtuosi di comportamento: pare, infatti, che la mancanza, nelle ordinarie società lucrative, di strumenti attraverso cui controllare e garantire, nonché rendere noto ai terzi il perseguimento di tali finalità, unitamente al rischio, per gli amministratori, di incorrere in responsabilità per non avere agito in vista della massimizzazione del profitto, siano elementi tali da dissuadere dall'utilizzo, se non in via meramente occasionale, di società non benefit per lo svolgimento di attività volte al beneficio comune.

[31] In tal senso, una recente pronuncia del Consiglio di Stato (Cons. Stato, sez. atti norm., 14 maggio 2019, n. 1433, par. 10.3.) chiarisce come, da un lato, lo scopo costituisca un elemento essenziale della società e, dall'altro lato, che proprio l'introduzione di novità normative come la società benefit e le imprese sociali "finisce per riaffermare (anziché sminuire) la forza della categoria giuridica tipizzante, imperniata (proprio e tra l'altro) sul fine di lucro", tanto è vero che la disciplina delle società benefit rinviene esattamente nella regolazione del fine di lucro il suo "centro connotativo", nell'aggiunta, oltre allo scopo di dividere gli utili, anche di una o più finalità di beneficio comune. Sulla rilevanza della disciplina sulle società benefit, quale ulteriore argomento al fine di poter sostenere l'inderogabilità dello scopo di lucro anche nello specifico contesto delle società a partecipazione pubblica, sia consentito rinviare a E. CODAZZI, F. GOISIS, *Ancora sullo scopo di lucro nelle società a partecipazione pubblica: spunti alla luce della disciplina sulle società benefit*, in *Dir. ec.*, 2020, spec. 483 ss.

Ciò non implica che le società non benefit non possano in assoluto compiere atti di beneficio comune, ma solo che tale opzione è consentita in una proporzione che, per qualità e quantità, si presenta come residuale e, in ogni caso, strettamente correlata alla realizzazione dello scopo primario di creazione e massimizzazione del profitto [32].

4. *Il ruolo dei soci.*

Un aspetto su cui pare necessario preliminarmente soffermarsi è quello concernente il ruolo che soci e non soci possono avere nell'ambito della società benefit, profilo che, essendo strettamente correlato alla duplice finalità caratterizzante tale modello societario, merita di essere oggetto di particolare attenzione.

I soci svolgono un ruolo centrale, innanzitutto, in sede di configurazione della (o delle) finalità di beneficio comune (elemento che, come precisato, è destinato a rilevare sul piano dell'oggetto e dello scopo sociale), ma anche con riguardo alla determinazione di una serie di ulteriori variabili fondamentali della sua struttura e della sua *governance*, dalle quali può dipendere l'efficace funzionamento della stessa società [33].

Se la legge richiede di indicare nell'oggetto sociale "*le finalità specifiche di beneficio comune che intende perseguire*" (comma 379), è invece frequente nella prassi la tendenza a formulare tale requisito in termini talmente generici ed imprecisi da non riuscire a vincolare l'organo amministrativo o da attribuire ad esso eccessiva discrezionalità nell'individuarlo [34].

---

[32] Precisano F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 9, come la differenza tra società benefit e non benefit sarebbe innanzitutto quantitativa con riguardo ai limiti in cui le une e le altre possono svolgere attività di beneficio comune. Indicativa in tal senso, come accennato, è la previsione della sect. 172.1 *Comp. Act*. inglese del 2006, dove è chiaro che il perseguimento di interessi extra-sociali, quali quelli degli *stakeholders*, è sempre strumentale a promuovere "*the success of the company for the benefit of its members as whole*".

[33] Così, ad esempio, si può ritenere che l'emissione di strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, secondo comma, c.c. (i quali, come vedremo, possono avere una funzione rilevante per favorire una partecipazione dei terzi beneficiari) possa spettare all'assemblea straordinaria e non agli amministratori (tra gli altri, L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2013, 154).

[34] A titolo meramente esemplificativo, la Illycaffè s.p.a benefit (in www.societàbenefit.net) pone tra gli obiettivi di beneficio comune quello dell'"aspirazione alla felicità". Lo statuto di Nativa s.r.l. Società Benefit, (nt. 10), prevede espressamente che "Lo scopo ultimo della Società è la felicità di tutti quanti ne facciano parte, sia come soci che in altri ruoli, attraverso un motivante e soddisfacente impegno in una prospera attività economica" (art. 2).

Una formulazione specifica dello scopo di beneficio comune consentirebbe, al contrario, non solo di individuare in modo chiaro e certo gli obiettivi che la società si propone di perseguire, ma anche di garantirne l'effettivo perseguimento, riducendo la discrezionalità degli amministratori nel valutarlo [35].

Agli stessi soci (oltre che all'organo di controllo) spetta, inoltre, la supervisione sull'effettivo perseguimento dello scopo di beneficio comune da parte della società benefit (posto che, come vedremo, sono anche gli unici soggetti legittimati a farlo valere) e questo vale anche per i soci di minoranza, che avranno la possibilità di imporre agli amministratori il rispetto del beneficio comune, nella misura in cui lo stesso sia identificabile con precisione [36].

Pare che un coinvolgimento degli stessi soci possa rendersi opportuno anche nella fase bilanciamento tra scopo lucrativo e finalità di beneficio comune,

---

[35] Sottolineano l'esistenza di una relazione diretta tra previsione statutaria del beneficio comune e ambito di discrezionalità degli amministratori, M. BIANCHINI, C. SERTOLI, (nt. 6), 213, registrando come, sulla base dell'indagine effettuata, gli amministratori godano di un cospicuo potere discrezionale, non solo nel giudizio di bilanciamento, ma anche nell'individuazione del beneficio e quindi dei beneficiari. Evidenzia l'importanza di descrivere le finalità sociali secondo formule stringenti e circostanziate, S. ROSSI, (nt. 12), 9. Sottolineano come la norma non sia in grado di prevenire formulazioni eccessivamente generiche o eccessivamente specifiche, che in tal modo diverrebbero irrilevanti ed incoercibili, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 6 ss.; allo stesso modo, precisa D. LENZI, (nt. 12), 907, come la mancata previsione da parte dell'autonomia statutaria di parametri stringenti per individuare il beneficio comune possa determinare due opposte conseguenze, entrambe tali da vanificare la *ratio* della normativa (ovvero, quella di creare un'eccessiva espansione del potere degli amministratori o, al contrario, di non riuscire a vincolarli per indeterminatezza dello scopo di beneficio comune).

[36] Per considerazioni sul punto, si vedano, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 14; L. VENTURA, Benefit corporation *e circolazione di modelli: le società benefit, un trapianto necessario?*, in *Contr. impresa*, 2016, 1134, 1151. A tutela degli stessi soci di minoranza di società benefit, si potrebbe, ad esempio, pensare all'introduzione nell'atto costitutivo di maggioranze qualificate per particolari decisioni (seguendo l'esempio del cd. "*minimum status vote*" che si ritrova in diverse legislazioni statunitensi: tra le molte in tal senso, *New York Consolidated Laws, Business Corporation Law - BSC § 1705*, che appunto prevede il "*minimum statutus vote*" per la delibera con cui la società decide di porre fine al proprio *status* di *benefit corporation*), nonché di legittime cause di recesso, nel caso di passaggio da società benefit a non benefit (stante l'interesse che il socio potrebbe comunque avere a partecipare a tale società e che sarebbe più difficile da far valere, sulla base delle ordinarie cause di recesso previste per le società di capitali, avendosi in tal caso una "riespansione" della originaria causa lucrativa: nel senso che l'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 2437, primo comma, lett. *g)*, c.c., sia connesso a quelle sole modifiche volte a limitare i diritti patrimoniali dei soci, Cass., 22 maggio 2019, n. 13845, nt. 27; ma diversamente, P. PISCITIELLO, *Recesso organizzativo* ex *art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. e modifica delle regole di partecipazione ai risultati*, ivi, 2019, 1277 s.). Sull'esigenza di introdurre a livello statutario maggioranze qualificate e particolari doveri informativi preassembleari, G. RIOLFO, (nt. 12), 725 s.

che la l. n. 208/2015 (come confermano, anche implicitamente, diverse disposizioni in essa contenute) chiaramente attribuisce all'organo amministrativo [37].

Per inciso, si può ricordare come il riconoscimento in capo ai soci di spazi decisionali su materie di carattere gestionale non parrebbe del tutto precluso dal sistema di ripartizione delle competenze tra soci e amministratori, così come discende dal Codice della crisi e dell'insolvenza (che estende *ex* art. 377, d.lgs. n. 14/2019, a tutte le altre società il principio previsto per le s.p.a. *ex* art. 2380-*bis*, c.c., secondo cui "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori").

Come ha, infatti, precisato una parte della dottrina e successivamente confermato il relativo schema di decreto correttivo, tale riserva di competenza varrebbe solo per l'istituzione di adeguati assetti organizzativi (spettante perciò in via esclusiva agli amministratori) e non anche per l'attività gestionale (che potrebbe perciò essere condivisa con i soci, nella misura in cui la legge lo consenta, come nel caso della s.r.l., dove, come noto, diverse disposizioni prevedono o presuppongono un'ingerenza dei soci nell'amministrazione) [38].

---

[37] Si pensi alla previsione con cui si chiarisce che il perseguimento dello scopo di beneficio comune avviene durante l'amministrazione della società benefit, laddove l'inosservanza dei relativi obblighi implica il sorgere di responsabilità a carico degli amministratori; si pensi anche al fatto che la realizzazione dell'oggetto sociale, entro cui è inclusa la previsione del beneficio comune, spetta a questi ultimi *ex* art. 2380-*bis* c.c.

[38] La nuova versione dell'art. 377 prevede, infatti, che, nei diversi tipi sociali, spetti esclusivamente agli amministratori la sola istituzione degli assetti di cui all'art. 2086 c.c. (art. 38, schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al d.lgs. n. 14/2019). Al fine di evitare un'incoerenza sistematica tra il nuovo art. 2475 c.c. e quelle disposizioni che consentono di attribuire ai soci di s.r.l. una competenza gestionale (*ex* artt. 2479, primo comma, 2468, terzo comma, c.c.) o la presuppongono (es. l'art. 2476, settimo comma, c.c, sulla responsabilità c.d. da "eterogestione"), alcuni tra i primi commentatori hanno proposto un'applicazione riduttiva della norma, distinguendo tra atti di gestione (che esulerebbero dalla riserva di competenza amministrativa) e atti di organizzazione (di stretta competenza degli amministratori): in questo ultimo senso, pur riconoscendo la difficoltà di tale distinzione, C. IBBA, *Codice della crisi e codice civile*, in questa *Rivista*, 2019, 243 ss., 257, V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione e gestione dell'impresa nel Codice della crisi*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 9 ss; P. BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 303 s.; sull'applicazione del principio di esclusività anche agli atti di gestione, L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475 c.c.*, in *Soc.*, 2019, spec. 800 ss. Nel senso di ritenere che la riserva di gestione agli amministratori *ex* artt. 2086, 2475, c.c., non significhi privare completamente i soci della possibilità di pronunciarsi su tali materie, ma, al massimo, che le relative decisioni o direttive non avranno carattere vincolante nei confronti dell'organo amministrativo (analogamente a quanto previsto per le s.p.a. dall'art. 2364, primo comma, n. 5, c.c.), V. DI CATALDO, S. ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa*

Ma, anche a voler dare un'interpretazione diversa e più restrittiva della norma, nulla parrebbe precludere che, compatibilmente con le regole di ciascun tipo sociale, i soci possano fornire agli amministratori in assemblea o al di fuori da essa, degli indirizzi e/o delle linee guida generali cui gli stessi dovranno attenersi in sede di bilanciamento [39].

---

nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, in *R.D.S.*, 2018, 759 s.; in quest'ultimo senso anche G.D. MOSCO, *Il riparto delle competenze gestionali nella S.r.l. dopo il Codice della crisi*, in *Riv. soc.*, 2019, 1032 ss., 1039, il quale, riconoscendo comunque l'esclusiva competenza degli amministratori nella gestione ai sensi del nuovo art. 2475 c.c., tenta un coordinamento con le previsioni che invece prevedono una partecipazione in materia da parte dei soci; ritiene, in mancanza di una previsione in tal senso da parte della disciplina della s.r.l., che nè l'assemblea né i soci possano, neppure in base ad una previsione statutaria, autorizzare atti degli amministratori, L. DE ANGELIS, *L'influenza della nuova disciplina e dell'insolvenza sul diritto dell'impresa e delle società, con particolare riguardo alle s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2019, 9 ss., 16. Nel senso di riferire la previsione di esclusività alla responsabilità e non al dovere di organizzazione, M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c.(con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 272.

[39] Rileva A. BARTOLACELLI, (nt. 16), 264, come dei limiti, impliciti o espliciti, alla piena discrezionalità degli amministratori possono essere posti dai soci al momento dell'inserimento della finalità di beneficio comune in una clausola dell'atto costitutivo, valendo come linee guida per gli amministratori nell'esercizio del concreto bilanciamento. Per quanto riguarda la possibilità di predeterminare in via statutaria i criteri del bilanciamento, un riferimento in tal senso – pur se non dirimente – potrebbe essere rappresentato dal comma 380, ove si precisa che il bilanciamento da parte degli amministratori deve essere effettuato (tra l'altro) "conformemente a quanto previsto dallo statuto": lo spunto viene colto da S. ROSSI, (nt. 12), 9, nota 17, che però non lo ritiene conclusivo, in quanto riferibile alle finalità di beneficio comune individuate dallo statuto e non invece alle modalità con cui effettuare il bilanciamento; ritiene, sulla base di tale inciso, che lo statuto possa ma non necessariamente debba dettare regole "volte a definire il punto di equilibrio tra scopi economici e scopi di beneficio comune", G. MARASÀ, (nt. 14), 5 s. Sottolineano in particolare l'ampia libertà dei soci, nel definire le finalità di beneficio comune, nel combinare ed eventualmente bilanciare tra loro dette finalità, F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 6. In tale prospettiva, una limitata forma di coinvolgimento dei soci nell'attività di bilanciamento degli amministratori potrebbe pertanto aversi nelle s.p.a. sotto forma di autorizzazione assembleare *ex* art. 2364, primo comma, n. 5, c.c. e, in presenza di un sistema dualistico, investendo il consiglio di sorveglianza della competenza di cui all'art. 2409-*terdecies*, primo comma, f-*bis*), c.c. (si veda L. SACCONI, *Responsabilità sociale come* governance *allargata d'impresa: un'interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione*, Liuc Papers n. 143, Serie Etica, Diritto ed Economia 11, suppl. a febbraio 2004, 21). Per quanto riguarda la s.r.l., si veda, in particolare, O. CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, opera diretta da M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2016, cap. XXI, 573 ss., spec. 578 ss., il quale, ritenendo già prima della riforma sulla crisi di impresa che la s.r.l. dovesse dotarsi di adeguati assetti organizzativi, assegnava, oltre che al consiglio di amministrazione, anche ai soci o al singolo socio attraverso l'attribuzione di un diritto particolare *ex* art. 2468, terzo comma, c.c., il compito di valutare l'adeguatezza degli assetti, nonché la relativa responsabilità in solido con gli amministratori (584).

In quest'ottica, si pensi, ad esempio, alla possibilità di demandare ai soci, anche in via statutaria, la determinazione di taluni elementi utili all'operazione di bilanciamento, quali, ad esempio, il *quantum* dell'impegno finanziario da dedicare al perseguimento delle attività di beneficio comune, in tal modo individuando il limite entro il quale gli stessi soci sono disposti a limitare i propri interessi (lucrativi) [40].

5. *Il ruolo dei terzi beneficiari: gli strumenti di tutela.*

Al fine di inquadrare sotto il profilo sistematico la posizione dei terzi beneficiari, è necessario innanzitutto esaminare gli strumenti di tutela per essi disponibili in caso di mancato o parziale perseguimento dello scopo di beneficio comune da parte della società.

A tal riguardo, il legislatore si limita a stabilire che "L'inosservanza degli obblighi di cui al comma 380 può costituire inadempimento dei doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto. In caso di inadempimento degli obblighi di cui al comma 380, si applica quanto disposto dal codice civile in relazione a ciascun tipo di società in tema di responsabilità degli amministratori" (comma 381).

Tale previsione non pare introdurre alcun elemento di novità a livello sistematico, sia perché si limita a richiamare, nella prima parte, quanto già previsto in termini generali dall'art. 2392, primo comma, c.c., sia, soprattutto, perché il rinvio alle disposizioni codicistiche in tema di responsabilità degli amministratori conferma l'esclusione di una specifica azione in capo agli *stakeholders*, i quali – ferma restando la difficoltà di rivenire un danno patrimoniale nella mancata realizzazione dello scopo di beneficio comune – potranno agire esclusivamente ai sensi dell'art. 2395 c.c. (nella misura in cui abbiano subito un pregiudizio diretto riconducibile ad un atto doloso o colposo degli amministratori), ovvero, nei confronti della società, assoggettata, ai sensi del comma 384, alle previsioni in materia di pubblicità ingannevole e pratiche commerciali scorrette nel caso in cui la stessa non persegua le finalità di beneficio comune [41].

---

[40] Sulla possibilità di predeterminare la misura dell'impegno finanziario della società rispetto all'adempimento di obblighi volontariamente assunti nei codici etici, S. ROSSI, *Luci e ombre dei codici etici d'impresa*, in *R.D.S.*, 2008, 36.

[41] Così anche G. RIOLFO, (nt. 12), 730. Esclude che possa discendere un danno diretto ai terzi dall'affidamento fatto sulle informazioni (es. non veritiere) contenute nella relazione in cui gli amministratori danno atto degli obiettivi di beneficio comune che intendono realizzare,

Quest'ultima previsione ha, però, l'effetto di ricondurre il mancato perseguimento del beneficio comune ad illecito di natura concorrenziale, perciò legittimando i terzi a promuovere le iniziative ivi previste, non in quanto titolari di interessi correlati al beneficio comune, ma in veste di consumatori che abbiano fatto affidamento sulla reputazione, acquisita dalla "finta" società benefit, di impresa socialmente responsabile e dedita al perseguimento del beneficio comune [42].

La scelta di attribuire ai soci e non ai terzi la legittimazione a promuovere le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori sembrerebbe discendere, non solo dal timore di ingenerare fenomeni di *overdeterrence* nei loro confronti (correlati alla possibile moltiplicazione delle azioni risarcitorie da parte di una cerchia potenzialmente indeterminata di beneficiari), ma anche dalla presumibile convinzione che gli stessi soci- i quali, prendendo parte ad una società benefit hanno previamente acconsentito ad una parziale limitazione dei propri interessi lucrativi in vista del possibile conseguimento di vantaggi di altro tipo- avrebbero sufficienti incentivi ad agire in caso di mancato perseguimento del beneficio comune [43].

6. Segue*: i possibili strumenti di partecipazione.*

Una variabile di non trascurabile rilevanza nell'organizzazione interna della società benefit è rappresentata dalla possibile attribuzione agli *stakeholders* di specifici poteri di *voice*, strumento che consentirebbe loro una partecipazio-

trattandosi di meri intenti programmatici, D. STANZIONE, (nt. 14), 540. Ridimensiona ancora di più la portata del comma 381, sostenendo che tale previsione sarebbe inidonea a far discendere in capo agli amministratori una responsabilità per violazione degli obblighi di beneficio comune, S. PRATAVIERA, (nt. 28), 962 e 969 ss.

[42] Una legittimazione potrebbe spettare anche ai concorrenti della società benefit, pregiudicati dall'indebito vantaggio concorrenziale acquisito dalla stessa: così anche D. STANZIONE, (nt. 14), spec. 501 ss., ipotizzando che l'uso abusivo della qualifica di società benefit possa essere sanzionato ai sensi della norma sulla concorrenza sleale di cui all'art. 2598, terzo comma, c.c.

[43] La previsione di forme di limitazione di responsabilità degli amministratori viene giustificata in base all'esigenza di prevenire i rischi di aumento del contenzioso: in tale prospettiva, ad esempio, J. MAC LEOD HEMINWAY, *Corporate purpose and litigation risk in publicy hel U.S. benefit corporations*, in *Seattle U.L. Rev.*, 2017, vol. 40, 611 ss. Riconoscono alla società benefit un vantaggio in termini reputazionali, che la favorirebbe rispetto alle imprese concorrenti nei rapporti con finanziatori o consumatori particolarmente attenti al "sociale", G. MARASÀ, (nt. 14), 3; D. STANZIONE, (nt. 14), 501; M. PALMIERI, (nt. 14), 216.

ne attiva all'attuazione delle finalità di beneficio comune oltre che il monitoraggio sul concreto perseguimento delle stesse [44].

A tal riguardo la l. n. 208/2015, nulla dispone (salvo un cenno contenuto nell'allegato 5.1., che, nel definire le varie aree di impatto sociale, impone di considerare anche "il livello di coinvolgimento dei portatori di interesse" nel governo dell'impresa).

Si potrebbe pensare che il silenzio del legislatore sul punto non sia casuale, ma derivi da una ben precisa scelta di fondo (che già si è vista nel precedente § 5), basata sulla diffusa convinzione, espressa anche in altri settori dell'ordinamento, che l'attribuzione agli *stakeholders* di specifiche forme di partecipazione e/o di tutela possa dar luogo ad una serie di costi a carico, sia della società (in termini di aumento dei conflitti tra le diverse categorie di soggetti interessati e di rallentamento dei processi decisionali interni), che degli amministratori (esposti ad una possibile moltiplicazione di azioni di responsabilità nei loro confronti) [45].

Emblematica in tal senso pare, ad esempio, la normativa di cui al d.lgs. n. 112/2017, che pur proponendosi di promuovere il coinvolgimento degli *stakeholders* all'interno dell'impresa sociale attraverso l'introduzione di specifiche disposizioni in tal senso, ne ha però confinato l'applicazione a casi marginali perciò finendo con l'attribuire ad esse una valenza di mero principio [46].

---

[44] Sul tema della partecipazione degli *stakeholders* al governo sociale, si vedano, in particolare, le diverse voci espresse in AA.VV., *Lo statement*, (nt. 2), 595 ss.

[45] V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in AA.VV., *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2011, 276 s., secondo cui la rappresentanza degli interessi degli *stakeholders* all'interno della società sarebbe fonte di una notevole accentuazione dei conflitti di interessi, con il rischio che i processi decisionali possano essere "ingessati" dalla ricerca di una continua mediazione o inquinati dalla capacità di pressione di ciascun gruppo di interessi, ovvero dalla presenza di interessi personali dei gestori all'esito della mediazione; considerazioni analoghe vengono ribadite dall'A. nel recente intervento in AA.VV., *Lo statement* (nt. 2), 605 s.; sottolinea l'appesantimento del processo decisionale che ne deriverebbe, D. GALLETTI, Corporate governance *e responsabilità sociale d'impresa*, in AA.VV., *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, Giuffrè, 2005, vol. III, 2643; sull'esigenza di consentire l'introduzione di specifiche rappresentanze degli *stakeholders* negli organi sociali, si veda, in particolare, F. DENOZZA, *Scopo della società*, (nt. 2), spec. 77 ss., in cui sottolinea la necessità di passare dall' "*involvement*" degli *stakeholders* al loro "*empowerment*", attraverso l'attribuzione agli stessi si particolari forme di partecipazione e in AA.VV., *Lo statement*, (nt. 2), 607 s.; ID., *Lo scopo della società*, (nt. 2), 625 s.; ID., *Interesse sociale e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Guida critica alla Responsabilità sociale e al governo dell'impresa*, a cura di L. Sacconi, Roma, Bancaria Editrice, 2005, 148.

[46] Il d.lgs. n. 112/2017, nell'ottica di favorire "*il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività*" (art. 1), impone alle imprese sociali

Come dimostra l'esperienza di altri ordinamenti, la partecipazione degli *stakeholders* – se opportunamente calibrata – può rivelarsi invece un importante fattore di equilibrio nella *governance* societaria [47].

Per quanto riguarda più nello specifico la società benefit, non disponendo i terzi beneficiari, alla stregua della vigente normativa, di alcuno specifico strumento di partecipazione, né, come si è visto, di rimedi rispetto all'inadempimento da parte degli amministratori dei doveri di cui al comma 380, un coinvolgimento nelle decisioni che, direttamente o indirettamente, possono incidere significativamente sui loro interessi, potrebbe tradursi in un opportuno strumento di tutela preventiva, nonché costituire ulteriore contrappeso alla discrezionalità dell'organo amministrativo in sede di perseguimento del beneficio comune e di bilanciamento dello stesso con lo scopo di lucro [48].

---

di introdurre strumenti atti a consentire a determinate categorie di *stakeholders* di "*esercitare un'influenza sulle decisioni dell'impresa sociale*" e, in quelle di maggiori dimensioni, di nominare propri rappresentanti sia nell'organo di amministrazione che in quello di controllo. Ad una più attenta analisi della suddetta normativa non sfugge però come le previsioni volte a garantire il più ampio coinvolgimento degli *stakeholders* trovino un limitato ambito di applicazione, stante l'esenzione prevista per società cooperative a mutualità prevalente ed enti religiosi (art. 11, comma 5), che costituiscono, come noto, le forme organizzative di gran lunga più utilizzate dalle imprese sociali (in tal senso, G. MARASÀ, *Imprese sociali*, nt. 14, 77 ss. e 108 ss).

[47] Significativi spunti paiono provenire dalla riforma sulla *corporate governance* recentemente introdotta nel Regno Unito, che, da un lato, ha previsto, nelle società di maggiori dimensioni, l'obbligo per gli amministratori di dar conto dell'applicazione della Sect. 172.1. *Comp. Act*., con riguardo alla parte in cui impone di considerare, nell'esercizio del "*duty to promote the success of the company*", anche degli interessi degli *stakeholders* e, dall'altro, ha stabilito, a livello di *Corporate Governance Code* (July, 2018, 1.5), che le società debbano attribuire agli stessi poteri di *voice* (nominando un proprio rappresentante nell'organo amministrativo o istituendo uno "*stakeholders advisory panel*"), giustificando specificamente le ragioni per cui non l'abbiano fatto. Il nostro Codice di Autodisciplina delle società quotate del 2020, pur non assegnando specifici diritti agli *stakeholders*, specifica però che "L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società" (art. 1.IV).

[48] A favore della partecipazione degli *stakeholders*, nella dottrina straniera, si vedano, in particolare, E. WINSTON, *Benefit corporation and the separation of benefit and control*, in *Cardozo L. Rev.*, vol. 39, 2018, spec. 1834 ss.; S. DADUSH, *Regulating Social Finance: Can Social Stock Exchanges Meet the Challenge?*, in *U. Pa. J. Int'l L.*, vol. 37, spec. 176 s., 218 (ove propone l'introduzione di un "*social director*", il cui ruolo è "*to ensure that the organization remains responsive to the social transformations of clients and adheres to stated social goals*"); D. BRAKMAN REISER, *Theorizing Forms for Social Enterprise*, 62 *Emory L.J.*, 2013, 717 ss., che ipotizza forme di coinvolgimento sul piano dell'informazione, l'attribuzione di diritti di voto o di veto su determinate materie, nonché la nomina di rappresentanti nell'organo amministrativo, pur non ignorando il costo che ne può derivare all'impresa che introduce tali

A tal fine, potrebbero essere impiegati diversi strumenti, che si diversificano, come ovvio, a seconda sia del tipo societario considerato che della specifica categoria di portatori di interessi presa in considerazione, tra i quali compaiono, ai sensi della relativa normativa, tanto soggetti specificamente identificati (quali lavoratori e finanziatori), tanto soggetti individuati, invece, in modo generico ed indeterminato (pubblica amministrazione, società civile, territori, ecc.), rispetto ai quali un rapporto diretto con la società può anche mancare [49].

Se la società benefit è costituita in forma di s.p.a., i terzi beneficiari, sottoscrivendo particolari categorie di azioni (ad esempio, azioni correlate al progetto benefit o con voto limitato a particolari argomenti di loro interesse), avrebbero la possibilità di riunirsi in un'assemblea speciale e di approvare in tale sede le delibere della società che possano arrecare pregiudizio alla categoria di appartenenza *ex* art. 2376 c.c., ma, evidentemente, in tal caso, non sarebbero più terzi, bensì, diverrebbero, a loro volta, soci [50].

Funzionale allo scopo di consentire una limitata partecipazione alla società pur mantenendo la posizione di terzietà sarebbe, invece, la sottoscrizione, da parte di dipendenti e finanziatori, di quegli strumenti finanziari partecipativi che, nelle s.p.a., attribuiscono ai loro titolari *ex* artt. 2346, 2349, 2526 c.c., sia il diritto di voto su specifici argomenti (in forma assembleare o meno), sia il diritto di nomina di propri rappresentanti nell'organo amministrativo e di controllo, e sono assoggettati alla disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c. [51].

---

previsioni; J.H. MURRAY, *Adopting Stakeholder Advisory Board*, 54 *AM. BUS. L.J.*, 2017, spec. 92 ss. Sul coinvolgimento degli *stakeholders* nella stessa definizione degli obiettivi strategici dell'impresa, si veda lo *standard* AA1000 sullo *Stakeholder Engagement* 2015.

[49] In generale, sul concetto di partecipazione amministrativa "esterna" nelle società di capitali, si rinvia a M. PALMIERI, *La partecipazione esterna alle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2015, spec. 141 ss.

[50] Il tema del finanziamento della società benefit, reso difficoltoso dalla "*dual mission*" della stessa, viene sviluppato, in particolare, da D. BRAKMAN REISER, S.A. DEAN, (nt. 18), spec. 799 ss., ove si valutano i possibili vantaggi della sottoscrizione, da parte dei terzi, di strumenti ibridi ("*convertible bonds*" o "*preferred shares*"), grazie ai quali essi potrebbero, anche in futuro, esercitare una potenziale influenza (anche tramite poteri di veto) sulla società. Sulle possibili forme di finanziamento del progetto benefit, attraverso particolari categorie di azioni, strumenti finanziari partecipativi, ecc., G. RIOLFO, (nt. 12), 823 s.

[51] Sul possibile esercizio del voto in assemblea soci da parte dei portatori di strumenti finanziari, A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2012, spec. 251 ss., secondo cui tale soluzione, pur in contrasto con la lettera della legge, sarebbe maggiormente compatibile con il carattere "gestorio" del voto dagli stessi espresso.

Se si condivide la tesi per cui i diritti partecipativi non costituiscono un *numerus clausus*, i portatori di strumenti finanziari avrebbero perciò la possibilità di esercitare varie forme di influenza, la cui intensità potrebbe astrattamente spaziare dal mero controllo ad una più penetrante ingerenza sulla gestione [52].

In quest'ottica, ci si potrebbe anche interrogare sull'opportunità di un intervento legislativo che, in coerenza con la duplice categoria di interessi da contemperare nelle società benefit e quindi della parziale apertura della società a terzi, consenta anche alle s.r.l. di introdurre (come già è, ad esempio, nel caso di *start up* innovativa) strumenti finanziari partecipativi [53].

Per quanto riguarda le ulteriori categorie di *stakeholders* (che non possano o vogliano sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi), pare che la possibilità di stabilire proficue e continuative forme di interazione con la società presupponga una loro costituzione quale gruppo organizzato o, quantomeno, che gli interessi di cui essi sono rappresentativi possano essere ricondotti a categorie specifiche ed omogenee: si potrebbe, perciò, immaginare che lo statuto delle società benefit attribuisca ai terzi beneficiari la facoltà di nominare propri rappresentanti nell'organo amministrativo, ovvero, ponga, tra i requisiti di professionalità richiesti a taluni amministratori, l'appartenenza o il collegamento a una o più delle categorie di *stakeholders* interessate, nonché, la competenza in merito ai relativi settori [54].

---

[52] Si vedano, tra gli altri, L. PICARDI, (nt. 33), spec. 143 ss. e 157 ss., che ipotizza di attribuire ai titolari di strumenti finanziari poteri di controllo consistenti nel diritto di informazione e di consultazione dei documenti sociali; nello stesso senso, per quanto riguarda l'attribuzione di diritti di controllo, A. BARTOLACELLI, (nt. 51), 284 s.; M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella "nuova" s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, Utet, 2007, vol. 1, 735 ss., ivi, 750; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. fra autonomia privata e tutela del risparmio*, ivi, vol. 3, 745 ss., ivi, 757.

[53] Sul tema più generale si rinvia al recente saggio di S, CORSO, *S.R.L.-PMI aperte al mercato: scelte statutarie e diritti dei soci investitori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 877 ss.

[54] Sulla nomina di amministratori da parte delle diverse categorie di *stakeholders*, esempi sono rinvenibili nel Codice del Terzo Settore (d.lgs. n. 117/2017) secondo cui "L'atto costitutivo o lo statuto possono prevedere che uno o più amministratori siano scelti tra gli appartenenti alle diverse categorie di associati" (art. 26, quarto comma), e che "La nomina di uno o più amministratori può essere attribuita dall'atto costitutivo o dallo statuto ad enti del Terzo settore o senza scopo di lucro, ad enti di cui all'articolo 4, comma 3, o a lavoratori o utenti dell'ente. In ogni caso, la nomina della maggioranza degli amministratori è, salvo quanto previsto dall'articolo 25, comma 2, riservata all'assemblea" (quinto comma). Per quanto riguarda l'impresa sociale, stabilisce il d.lgs. n. 112/2017, che "L'atto costitutivo o lo statuto possono riservare a soggetti esterni all'impresa sociale la nomina di componenti degli organi sociali. In ogni

Qualora l'amministratore che è espressione degli *stakeholders* (o amministratore indipendente) venga nominato, sarà suo compito censurare l'operato degli altri amministratori se non conforme allo scopo di beneficio comune o se in contrasto con l'interesse dei beneficiari, intraprendendo le opportune iniziative nei loro confronti, laddove, nel caso in cui egli non provveda ad esercitare adeguatamente la propria funzione, gli stessi terzi che lo hanno designato potranno- secondo l'interpretazione che pare più corretta- revocarlo o agire in via giudiziale nei suoi confronti [55].

In tutti quei casi in cui, invece, i beneficiari siano individuati in modo indeterminato (società civile, territori, ecc.), manchino degli organismi rappresentativi dei loro interessi che si possano relazionare con la società o nel caso in cui si abbia a che fare con tipi sociali che non si prestano, per i loro caratteri personalistici, a forme di partecipazione dei terzi, pare ancora più necessaria l'individuazione di meccanismi oggettivi che agevolino il corretto lo svolgimento del bilanciamento di interessi.

7. *Alcune considerazioni alla luce della disciplina di cui all'art. 2391 c.c.*

Un aspetto che merita di essere preso in considerazione è quello del rapporto tra la normativa sulle società benefit, ove gli amministratori sono per legge tenuti ad effettuare un bilanciamento tra lo scopo di lucro, le finalità di beneficio comune e gli interessi delle particolari categorie di portatori di interessi (che, perlomeno, stando al tenore letterale dei commi 376, 377, 380, parrebbe-

caso, la nomina della maggioranza dei componenti dell'organo di amministrazione è riservata all'assemblea degli associati o dei soci dell'impresa sociale" (art. 7, primo comma). Si pensi anche alla possibilità di ricorrere alla stipulazione di appositi patti parasociali tra i soci e i terzi, onde definire le modalità di designazione e i compiti dell'amministratore loro rappresentante o altri possibili profili di interazione tra essi e la società (sul tema dei patti parasociali tra soci e terzi, sia pure con riferimento alla specifica vicenda del trasferimento del controllo societario, si veda E. CICCONI, *Accordi fra soci a favore di terzi*, Milano, Giuffrè, 2013, spec. 51 ss.; in tema, anche L. PICARDI, nt. 33, 160 ss.).

[55] Precisa A. BARTOLACELLI, (nt. 51), 277, come la revoca dell'amministratore indipendente è da attribuire ai soggetti cui compete la nomina, ovvero, i portatori di strumenti finanziari, altresì chiarendo che il carattere "indipendente" non esclude la logica fiduciaria nei confronti dei soggetti che rappresenta (270 ss.); sulla figura dell'amministratore indipendente, più in generale, E. RIMINI, *Il comitato di amministratori indipendenti (e gli amministratori indipendenti)*, in AA.VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, opera diretta da M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2016, spec. 365 ss.

ro oggetto di considerazione separata rispetto al beneficio comune) e la disciplina sugli interessi degli amministratori di cui all'art. 2391 c.c.

Seppure, in prima battuta, potrebbe sorgere il dubbio che gli amministratori, nel momento in cui si trovano a compiere operazioni in vista del beneficio comune e/o nell'interesse dei terzi beneficiari agiscano in contrasto con il criterio di "convenienza economica" per la società e possano essere in qualche modo portatori di un interesse "per conto di terzi", è invece necessario ricordare che, in tale modello societario, il perseguimento delle suddette finalità (non lucrative) è fisiologicamente connesso alla causa (ibrida) della società, sicché gli atti che ne conseguono sarebbero da considerare come compiuti nell'interesse proprio della stessa (e non nell'interesse altrui) e in questi termini debbono essere valutati [56].

Né si può ritenere che la presenza di un interesse "per conto di terzi" *ex* art. 2391 c.c. possa sorgere in capo all'amministratore in base al mero fatto di essere stato nominato da parte di una particolare categoria di *stakeholders*, essendo invece necessario a tal fine che il rapporto dell'amministratore col terzo sia effettivamente idoneo ad incidere sul compimento di una determinata operazione della società [57].

Detto ciò, sarà allora necessario distinguere tra l'ipotesi in cui gli amministratori in modo sistematico facciano ingiustificatamente prevalere, nelle singole operazioni, gli interessi dei terzi, se non addirittura i propri interessi (utilizzando come schermo il perseguimento di quelli altrui [58]), creando pregiudizio alla società (ipotesi in cui, in presenza dei necessari presupposti, si applicherebbe la disciplina di cui all'art. 2391 c.c.), dal caso in cui le operazioni

---

[56] Il problema è stato posto anche da S. CORSO, (nt. 11), 1019 ss., secondo cui, se non è da escludere che l'amministratore di una società benefit possa essere tenuto a comunicare eventuali interessi detenuti per conto di uno dei gruppi di *stakeholders* beneficiari, la valutazione della "convenienza economica" dell'operazione per la società di cui all'art. 2391 c.c. porterebbe sistematicamente a sacrificare la realizzazione degli interessi di questi ultimi. Tali considerazioni renderebbero perciò necessario adattare la disciplina di cui all'art. 2391 c.c. alle peculiarità della società benefit, in modo non dissimile dall'ipotesi in cui la società sia sottoposta a direzione e coordinamento o si trovi nel contesto di un gruppo di società (temi sui quali la dottrina si è espressa, come noto, con varietà di posizioni: per un approfondimento, tra gli altri, G. GUIZZI, nt. 19, 105 ss.).

[57] S. CORSO, (nt. 11), 1019, nota 89; EAD, (nt. 19), 137 ss., 145, 174 ss. e 262, 279 ss.; sulla necessità di interpretare in modo rigoroso e circoscritto l'interesse "per conto di terzi", anche G. GUIZZI, (nt. 19), 63, nota 2 (anche per ulteriori riferimenti bibliografici).

[58] Si veda F. DENOZZA, *Interesse sociale*, (nt. 45), 147, che, tra i rischi derivanti da un eccessivo ampliamento della discrezionalità dei *managers*, include il possibile interesse degli amministratori quale "vera e unica motivazione del loro comportamento".

compiute nell'interesse dei terzi siano riconducibili al perseguimento del beneficio comune e alla logica del bilanciamento di interessi e perciò, legittime. In quest'ultimo caso, l'adempimento di doveri di informazione e di motivazione previsti dalla stessa norma in capo all'organo amministrativo, comunque idonei a garantire la correttezza procedimentale dell'operazione, ben potrebbero trovare applicazione a prescindere dalla applicazione della stessa (cfr. *infra* par. 9).

8. Segue*: e della disciplina sulla direzione e coordinamento.*

Un'altra questione che pare legittimo porsi è quella volta a chiedersi se, in sede di bilanciamento tra interessi eterogenei, taluni spunti possano essere attinti dall'art. 2497, primo comma, parte 1, c.c., che, come noto, esclude la responsabilità della società o ente che dirige e coordina, di chi partecipa al fatto lesivo o di chi ne trae consapevolmente beneficio, se il danno è mancante "alla luce del risultato complessivo della attività di direzione e coordinamento" [59].

La situazione che si viene a creare nell'ipotesi in cui gli amministratori si trovino a parzialmente sacrificare l'interesse lucrativo dei soci, in vista del perseguimento del beneficio comune e/o dell'interesse degli *shareholders*, si distingue in modo sostanziale da quella in cui la società (o l'ente) che esercita direzione e coordinamento, agendo in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, arreca pregiudizio alla società diretta e coordinata (non fosse altro che per il fatto che la società che dirige e quella diretta sono entità distinte e con un interesse sociale distinto, mentre la benefit è un'unica società pur se caratterizzata da uno scopo "ibrido") [60].

Pare, però, che l'operazione di bilanciamento che gli amministratori, nelle due ipotesi, sono tenuti ad effettuare presenti delle analogie, basandosi in entrambi i casi su una valutazione prospettica verificabile *ex post*: nella società benefit la prospettiva è appunto quella di poter in qualche modo compensare (sebbene non in termini rigidamente quantitativi) la parziale limitazione dello

[59] Sull'utilizzabilità del criterio dei cd. vantaggi compensativi nella gestione delle società benefit e sul richiamo ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale di cui all'art. 2497, primo comma, c.c., ASSONIME, (nt. 3), 22 s.; *contra*, S. CORSO, (nt. 11), 1021.

[60] Per queste ragioni, taluno ritiene più appropriato fare riferimento alle azioni correlate (art. 2350, secondo comma, c.c.) o ai patrimoni destinati (art. 2447-*bis* ss., c.c.), ipotesi che, pur comportando gestioni caratterizzate da finalità diverse, non contraddicono l'unità del patrimonio sociale e la coerenza della gestione: così, A. ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche*, in questa *Rivista*, 2017, 7.

scopo di lucro conseguente all'attività di bilanciamento con il conseguimento in futuro di un qualche beneficio (essenzialmente reputazionale), laddove il raggiungimento degli obiettivi di beneficio comune può essere verificato in un momento successivo, essenzialmente in base alla relazione di cui al comma 382 (da allegare al bilancio di ogni esercizio).

Ciò che sembrerebbe invece utile mutuare dalla disciplina sulla direzione e coordinamento è il principio, espresso dalle previsioni di cui agli artt. 2497-*bis*, 2497-*ter*, c.c., secondo cui tutte le decisioni dell'organo amministrativo, se influenzate in modo significativo da interessi diversi (pur se legittimi) da quelli propri della società, debbono essere assistite da adeguata motivazione e pubblicità [61].

E ciò pare ancora più rilevante se si considera che la disciplina della società benefit non introduce alcuna forma di pubblicità obbligatoria (essendo l'indicazione della qualifica "benefit" nella denominazione sociale e negli altri atti destinati a terzi meramente facoltativa, ai sensi del comma 379) [62].

9. *Il bilanciamento di interessi: esercizio e limiti.*

Alla luce delle considerazioni brevemente esposte, pare chiaro che il non sempre facile contemperamento tra scopo di lucro e finalità di beneficio comune, più che richiamare criteri astratti di bilanciamento e il generico interesse dei soci e degli *stakeholders*, dovrebbe basarsi su regole introdotte dallo statuto e specificamente volte a rendere il procedimento decisionale degli

[61] Sulla possibilità di estendere per applicazione analogica quelle disposizioni che prevedono obblighi di motivazione delle decisioni sociali, A. SCANO, *La motivazione delle decisioni nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2018, spec. 292 ss., che, con particolare riferimento all'organo amministrativo, individua quale possibile criterio direttivo di tale estensione la manifesta interferenza (attuale o potenziale) di "interessi-altri rispetto a quello sociale", da cui discenderebbe, non solo la necessità di un regime di trasparenza ma anche un obbligo di positiva dimostrazione della correttezza sostanziale dell'operazione.

[62] Ai sensi del comma 379 la società benefit può introdurre, accanto alla denominazione sociale, le parole «Società benefit» o l'abbreviazione «SB» e utilizzare tale denominazione nei titoli emessi, nella documentazione e nelle comunicazioni verso terzi, mentre la relazione annuale concernente il perseguimento del beneficio comune, è pubblicata sul sito internet della società solo se questo è esistente (comma 383). Precisa la Circolare del Ministero dello Sviluppo Economico, 6 maggio 2016, n. 3689/C, consultabile in internet all'indirizzo www.mise.gov.it, che la società benefit, oltre ad essere iscritta in una sezione ordinaria e non speciale, non ha alcun obbligo di pubblicare la relazione nel registro delle imprese ma solo su sito internet.

amministratori trasparente e preceduto da un'istruttoria sufficientemente completa [63].

Al fine di assicurare che il bilanciamento avvenga secondo criteri di correttezza sostanziale e procedimentale, sembrerebbe perciò utile prevedere – nei limiti di quanto consentito alla singola società sotto il profilo tipologico, delle sue concrete esigenze e caratteristiche – forme di coinvolgimento delle diverse categorie di soggetti interessati, se non attraverso l'attribuzione di specifici poteri di *voice*, quantomeno interpellandoli su aspetti particolari per gli stessi rilevanti (si pensi, ad esempio, a forme di consultazione preventiva degli *stakeholders* e/o all'acquisizione di pareri obbligatori da parte di associazioni di categoria rappresentative dei loro interessi) [64].

Nell'ambito di tale preliminare istruttoria, gli amministratori avranno, inoltre, la possibilità di chiarire l'ordine di priorità che intendono assegnare ai vari interessi in gioco (si pensi, ad esempio, ad interessi tra loro potenzialmente contrastanti, come la tutela dell'ambiente e quella del lavoro), nonché i criteri seguiti per il contemperamento degli stessi con lo scopo di lucro, aspetti che andranno in ogni caso precisati nella relazione annuale concernente il perseguimento del beneficio comune [65].

Tramite detta relazione gli amministratori illustrano ai soci, ma anche ai terzi beneficiari, nonché al mercato (potendo la stessa, ai sensi del comma 383, essere pubblicata sul sito internet della società), le modalità attraverso cui

---

[63] La previsione di specifici oneri procedimentali a carico degli amministratori avrebbe, del resto, anche l'effetto di ridurre gli spazi di discrezionalità e quindi l'ambito di operatività della *business judgment rule,* rendendo più facile per i soci agire nei loro confronti (sul punto, più in generale, G. GUIZZI, nt. 19, 147; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643 ss.).

[64] D. LENZI, (nt. 12), 915.

[65] Sulla necessità che gli amministratori diano conto di come abbiano attuato, nelle loro decisioni, il bilanciamento di interessi e delle ragioni che in determinate circostanze possano avere indotto ad attribuire priorità all'uno piuttosto che all'altro, ASSONIME, (nt. 3), 23. Nella dottrina straniera, K. WESTAWAY, D. SAMPSELLE, (nt. 18), 1072, che suggeriscono di introdurre nello statuto specifiche procedure attraverso cui gli amministratori possano, tra l'altro, stabilire "*a purpose hierarchy*"; e anche I. KANIG, *Sustainable capitalism through the benefit corporation: enforcing the procedural duty of consideration to protect non-shareholder interests,* in *Hastings L. J.*, vol. 64, 2013, 897 ss.; R. THORELLI, *Providing clarity for standard of conduct for directors within benefit corporations: requiring priority of a specific public benefit*, in *Minnesota L.Rev.*, vol. 101, 2017, 1749 ss., spec. 1767 ss., ove sottolinea la necessità, per le diverse legislazioni in materia di *benefit corporations*, di introdurre la previsione di uno "*specific benefit*" in aggiunta al "*general benefit*", nonché di stabilire un ordine di priorità tra gli interessi degli *stakeholders*, in modo da limitare la discrezionalità degli amministratori e precisare i relativi doveri, nonché responsabilità (1771 ss.).

hanno perseguito le finalità di beneficio comune e le eventuali ragioni che ne hanno impedito o ritardato la realizzazione, mettendo perciò gli interessati in condizione di intraprendere, in presenza dei necessari presupposti, le conseguenti iniziative [66].

Ma, accanto a tale informativa resa *ex post* e con cadenza annuale, sembrerebbe utile attivare un'informazione più continuativa, in particolare, imponendo agli amministratori di dar conto, attraverso una motivazione analitica, delle modalità con cui hanno effettuato il bilanciamento, degli interessi considerati e dell'ordine di priorità agli stessi attribuita [67].

La previsione di specifici doveri di *disclosure* a carico degli amministratori sembrerebbe avere dei vantaggi sia per i soci (messi in condizione di valutare le modalità di attuazione del beneficio comune e quindi di agire di conseguenza) sia per gli stessi *stakeholders* (posto che l'effetto negativo, in termini reputazionali, derivante da un inadeguato perseguimento dello scopo di beneficio comune, potrebbe spingere la società ad operare diversamente) [68].

In tale prospettiva, l'adozione da parte della società, in via statutaria, di

---

[66] Ai sensi del comma 382, gli amministratori sono tenuti a redigere una relazione, da allegare al bilancio societario, che include: *a*) la descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni attuate dagli amministratori per il perseguimento delle finalità di beneficio comune e delle eventuali circostanze che lo hanno impedito o rallentato; *b*) la valutazione dell'impatto generato utilizzando lo *standard* di valutazione esterno con caratteristiche descritte nell'allegato 4 della l. n. 208/2015, e che comprende le aree di valutazione identificate nell'allegato 5; *c*) una sezione dedicata alla descrizione dei nuovi obiettivi che la società intende perseguire nell'esercizio successivo.

[67] In questo senso, L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2018, spec. 229 ss., dove dà conto della necessità che gli amministratori di società benefit nella delibera consiliare motivino in modo specifico come è stato effettuato il bilanciamento degli interessi, le ragioni che hanno condotto a stabilire un ordine di priorità nelle condotte satisfattive degli uni e degli altri, potendo ipotizzarsi che i contenuti della relazione annuale di cui ai punti *a)* e *c*) del comma 382 entrino a far parte della delibera consiliare (e quindi "la descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni… per il perseguimento delle finalità di beneficio comune", che dovranno rappresentare il parametro del contemperamento con la finalità lucrativa e la misura del suo ragionevole perseguimento in combinazione con gli obiettivi altruistici; mentre, invece, l'indicazione "delle circostanze che lo hanno impedito o rallentato" fungerà da giustificazione alla salvaguardia della componente lucrativa dell'attività).

[68] V. CALANDRA BUONAURA, (nt. 45), 279; L. SACCONI, (nt. 39), 21 ("Se un'impresa fosse tenuta a rendere conto puntualmente a tutti gli *stakeholders* del suo operato e delle conseguenze su di loro, ciò la condurrebbe a rivelare informazioni che possono effettivamente influire sulla sua reputazione, specialmente nel caso in cui tali *stakeholders* abbiano rappresentanti negli organi sociali di controllo in grado di verificare e avvalersi delle informazioni così generate").

specifiche regole volte a "procedimentalizzare" l'attività di bilanciamento e le relative decisioni avrebbe l'effetto, non solo di contenere la discrezionalità dell'organo amministrativo ma anche di limitare gli spazi di operatività della *business judgment rule* rispetto alle loro condotte (dovendosi ritenere, conformemente a quanto emerge dall'esperienza straniera a riguardo, che le operazioni di bilanciamento, così come qualsiasi scelta gestionale, siano insindacabili nel merito) [69].

Indipendentemente dalla previsione statutaria di specifiche regole procedimentali, che pure parrebbero dovute, sembrerebbe che gli stessi amministratori, in virtù del dovere di diligenza, siano comunque chiamati, non solo ad agire in modo informato e ad assumere decisioni solo dopo adeguata istruttoria e valutazione dei rischi, ma anche a rendere conto delle proprie decisioni attraverso una logica e coerente motivazione [70].

---

[69] La possibilità di far valere violazioni dello scopo di beneficio comune e/o degli interessi degli *stakeholders* troverebbe un ulteriore limite nella *business judgement rule*, che impedisce una sindacabilità nel merito delle operazioni di bilanciamento, così come di qualsiasi altra scelta gestoria: D. STANZIONE, (nt. 14), 523 s.; vedi anche *Linee Guida sul Reporting delle Società Benefit*, (nt. 3), 19. In base al Model Benefit Corporate Legislation, 301, lett. *e)*, si applica nei confronti dell'amministratore la *business judgment rule*, se, questi trovandosi "*in good faith*": 1) "*is not interested in the subject of the business judgment*; 2) *is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director reasonably believes to be appropriate under the circumstances*"; 3) *rationally believes that the business judgment is in the best interests of the benefit corporation*". In senso non dissimile, § 365, *b), Delaware General Corporation Law*, in base al quale si presume che gli amministratori abbiano adempiuto ai *fiduciary duties*, con applicazione quindi della *business judgment rule*, nel caso in cui essi siano informati e disinteressati e che la "*balancing decision*" abbia "*a rational purpose*". Si veda sul tema la dottrina statunitense, che anche con riferimento alla gestione delle *benefit corporations*, sottolinea la distinzione tra operazioni di gestione ordinaria (ove solo in casi estremi, stante la *business judgment rule*, si può ipotizzare una violazione del *duty of care*) e operazioni in conflitto di interessi (ove risulta comunque difficile far valere del *duty of loyalty*, data la contestuale presenza di più interessi che gli amministratori debbono perseguire e la possibilità, da parte degli stessi, di demandare agli amministratori indipendenti o ai soci la approvazione delle relative operazioni; a ciò si aggiunga la difficoltà per le Corti di quantificare il danno derivante dalla mancata considerazione dell'interesse degli *stakeholders* o del perseguimento dello scopo benefit): si veda in argomento, B. MC DONNEL, *Committing To Doing Good and Doing Well: Fiduciary Duty in Benefit Corporations*, 20 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2014, 19 ss., che mette a confronto diverse legislazioni in tema di *benefit corporations*. Data la scarsa incisività dei rimedi esistenti a favore dei terzi beneficiari, propone una modifica legislativa volta a consentire al procuratore generale di agire per conto degli stessi, M.A. HACKER, "*Profit, people, planet" perverted: holding benefit corporations accountable to intended beneficiaries*, in *Boston College L.Rev.*, 2016, 1768 ss.

[70] Sulla motivazione spontanea o statutaria delle decisioni degli organi sociali, si sofferma A. SCANO, (nt. 61), 306 ss.

Inoltre, in virtù delle previsioni introdotte dal Codice della crisi e dell'insolvenza di cui al d.lgs. n. 14/2019, gli amministratori di una società benefit di capitali *ex* artt. 2086, 2380-*bis*, 2475 c.c. (ma anche di persone, stante il nuovo art. 2257 c.c. [71]) saranno tenuti ad istituire assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla peculiare natura benefit della società e, in particolare, allo svolgimento delle attività di beneficio comune individuate nell'oggetto sociale [72].

Senza soffermarsi in questa sede sulle implicazioni, sotto il profilo pratico, dell'applicazione di tali disposizioni alla società benefit, nonché sulle soluzioni che potrebbero essere maggiormente conformi al parametro di adeguatezza, pare però necessario fare almeno un paio di considerazioni di ordine generale.

In primo luogo, pare che gli assetti di una società benefit possano essere adeguati nella misura in cui predispongano strumenti atti a consentire un effettivo perseguimento del beneficio comune, un corretto svolgimento del bilanciamento tra l'interesse dei soci e quello dei diversi portatori di interessi, nonché creino i presupposti affinchè la società possa agire in modo responsabile, sostenibile e trasparente [73]. Di conseguenza, l'organo amministrativo, per

---

[71] Sul punto si rinvia a I. CAPELLI, *La gestione delle società di persone dopo il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: una prima lettura del nuovo art. 2257, primo comma, c.c.*, in questa *Rivista*, 2019, 313 ss.

[72] In base all'art. 375, d.lgs. n. 14/2019, esteso a tutte le società *ex* art. 377, l'imprenditore "che operi in forma societaria o collettiva" ha il "dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa".

[73] Si pensi, ad esempio, alla costituzione da parte degli amministratori di patrimoni o finanziamenti dedicati ad uno "specifico affare" (*ex* artt. 2447-*ter*, 2447-*decies*, c.c.), il quale può avere a che fare con la realizzazione di un particolare beneficio comune e quindi una particolare attività, prevedendo l'emissione di strumenti finanziari partecipativi dotati di assemblea speciale (artt. 2447-*ter*, comma primo, lett. *e)*, 2447-*octies*, c.c.). Inoltre, sotto il profilo degli assetti contabili, si può ritenere rilevante la regolamentazione del processo di rendicontazione, prevedendo un particolare *iter* per la predisposizione della relazione relativa al perseguimento del beneficio comune, alla sua approvazione e pubblicazione (questione preliminare a tal riguardo è quella relativa alla natura di tale relazione, quale documento autonomo o parte della relazione sulla gestione: si veda in argomento, P. BUTTURINI, *La relazione annuale della società benefit nel sistema del bilancio d'esercizio*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 572 ss.). Un tema che ha delle ricadute di fondamentale importanza anche rispetto alle questioni qui trattate è quello, ampiamente discusso in dottrina, dell' applicabilità della *business judgment rule* alle scelte organizzative: in tal senso, tra gli altri, N. ABRIANI-A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Soc.*, 2019, 396 s.; S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 987 s.; L. BENEDETTI, *L'applicabilità della* business judgement rule *alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, 413 ss.; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli*

quanto di sua competenza, dovrà attivarsi al fine di rendere l'intera organizzazione sociale adeguata alla realizzazione di tali obiettivi.

Inoltre, se si accoglie un concetto ampio di "organizzazione" (e quindi non limitato all'adozione di adeguati assetti organizzativi), pare che un ruolo determinante possa essere riconosciuto anche in capo ai soci, i quali, quantomeno nel momento in cui istituiscono le basi organizzative della società o addivengono ad una loro modifica, creano anche i presupposti della loro adeguatezza [74].

In tale prospettiva, gli amministratori non potranno semplicemente limitarsi a subire le scelte di vertice (se queste incidono sull'efficienza ed efficacia con cui gli stessi esercitano la loro funzione di gestire e organizzare la società e delle quali sono in ogni caso chiamati a rispondere), dovendo, invece, in presenza di segni di inadeguatezza della struttura societaria, farne segnalazione all'assemblea (ai soci) affinchè provveda(no) alle necessarie modifiche [75].

10. *Il responsabile del perseguimento dello scopo di beneficio comune.*

Le società benefit sono tenute ad individuare un soggetto responsabile delle "funzioni" e dei "compiti" volti al perseguimento delle finalità di beneficio comune di cui al comma 380.

Al di là dell'obbligatorietà di tale nomina, l'assoluta genericità del dato

assetti, in *Gli assetti e i modelli organizzativi delle società di capitali*, a cura di M. Irrera, Bologna, Zanichelli, 2016, 6.

[74] In tal senso, G. RIOLFO, *Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e le modifiche al codice civile: il diritto societario tra "rivisitazione" e "restaurazione"*, in *Contr. impresa*, 2019, 403 ss., spec. 406 ("Potremmo pertanto pensare che oggi incomba anzitutto ai soci stessi (in qualunque tipo societa`) predisporre lo statuto in modo tale da prefigurare una organizzazione interna funzionale a consentire poi agli amministratori, nell'esercizio delle loro competenze, di realizzare e mantenere assetti adeguati"), ove precisa anche che "i primi organizzatori sono i soci".

[75] Così, G. RIOLFO, (nt. 74), 406 s.; in tal senso, parrebbe anche M. STELLA RICHTER jr, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 30 Uno spunto interessante in merito alla necessità di un confronto costante tra soci e organo amministrativo anche su materie di carattere organizzativo, pare provenire dal nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate del 2020, che, appunto, prevede la possibilità per gli amministratori di sottoporre all'assemblea dei soci, quando di competenza, modifiche relative al sistema di governo societario (art. 1.III). Esempio di tale cooperazione tra organi, pur se dettato nell'ambito del settore speciale delle società a controllo pubblico, è dato dalle previsioni di cui all'art. 6, terzo e quinto comma, d.lgs. n. 175/2016, che prevedono una sottoposizione all'assemblea dei soci di determinate scelte organizzative e l'introduzione di strumenti di *governance* facoltativi.

normativo (il quale si limita a stabilire che "La società benefit, fermo quanto disposto dalla disciplina di ciascun tipo di società prevista dal codice civile, individua il soggetto o i soggetti responsabili a cui affidare funzioni e compiti volti al perseguimento delle suddette finalità") porta ad interrogarsi sulla natura di tale soggetto (quale componente o meno dell'organo amministrativo), nonché, sulle relative funzioni.

La nomina di tale figura sembrerebbe rientrare tra le competenze dell'organo amministrativo, in primo luogo, in virtù della previsione di cui al comma 381, che sancisce la responsabilità degli amministratori per non avere adempiuto agli obblighi previsti dal comma precedente, tra cui, appunto, vi è anche quello relativo alla designazione del responsabile del perseguimento del beneficio comune [76].

In secondo luogo, sembrerebbe indubitabile che la nomina di tale soggetto, ma soprattutto la determinazione dei relativi compiti, rientrino nel più generale dovere, gravante, come si è visto, sugli amministratori, di dotare la società di assetti organizzativi adeguati alle dimensioni e alla natura dell'impresa [77].

Così, ad esempio, sebbene la legge ammetta che il responsabile possa essere anche uno soltanto, andrà valutata, a seconda del caso concreto, l'opportunità di costituire un organo collegiale (un comitato), che meglio potrebbe rappresentare la sintesi di quella pluralità di soggetti, soci e terzi (eventualmente riconducibili a più categorie di portatori di interessi) che interagiscono con la società benefit [78].

La precisazione secondo cui tale soggetto sarebbe responsabile delle funzioni e dei compiti volti al perseguimento delle "suddette finalità" parrebbe, da un punto di vista strettamente letterale, limitare l'ambito del suo intervento alle sole "finalità di beneficio comune" richiamate dallo stesso comma 380 nella sua prima parte (e, in tal senso, "suddette").

Tale lettura però non ne escluderebbe in astratto una ulteriore, che per "suddette finalità" potrebbe intendere, più in generale, tutte le attività richiamate dal periodo precedente, compresa quella di bilanciamento tra l'interesse dei soci, le finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie di cui al comma 376. Quest'ultima ipotesi interpretativa, che implicherebbe una parte-

[76] ASSONIME, (nt. 3), 23.

[77] ASSONIME, (nt. 3), 23 s.; così anche G. RIOLFO, (nt. 12), 729.

[78] Così anche ASSONIME, (nt. 3), 24; S. CORSO, (nt. 11), 1023. Vedi anche S. MUNCH, *Improving the Benefit Corporation: How Traditional Governance Mechanisms Can Enhance the Innovative New Business Form*, in *Northwestern journal of Law &Social Policy*, 2012**,** 193, il quale ipotizza la costituzione di un comitato di amministratori indipendenti che abbiano una particolare competenza nelle materie rientranti nell'attività di beneficio comune.

cipazione attiva del soggetto responsabile alle operazioni di bilanciamento e quindi al procedimento decisionale relativo, non sembrerebbe però sostenibile, dovendosi ritenere che, conformemente alla figura del cd. *benefit director* noto all'esperienza statunitense, questi abbia principalmente funzioni di monitoraggio sull'attività degli amministratori e di supporto agli stessi [79].

In tal caso, dato il richiamo da parte della legge ai soli limiti previsti dalla disciplina del codice civile per ciascun tipo di società (comma 380), non vi sarebbero preclusioni a che tale ruolo (perlomeno nella s.p.a.) venga rivestito da un dirigente, incaricato di funzioni di *compliance* o di vigilanza, ai sensi del d.lgs. n. 231/2001, ovvero, da un comitato per il controllo interno [80].

Tuttavia, l'utilizzo dell'espressione "funzioni e compiti" potrebbe far pensare che il legislatore avesse in mente una traslazione di poteri compatibile con il fenomeno della delega, anche in via di fatto, della funzione di perseguimento del beneficio comune da parte dell'organo amministrativo ad uno o più amministratori [81]. Se così fosse, l'amministratore delegato dell'esercizio di tale funzione dovrebbe astenersi dal prendere parte all'operazione di bilanciamento, che resterebbe di esclusiva competenza dell'organo collegiale [82].

Una tale ipotesi avrebbe il vantaggio, da un lato, di inserire il soggetto responsabile nell'organizzazione sociale, sottoponendolo ai doveri previsti a carico degli amministratori delegati (in particolare, quello di attivare flussi informativi nei confronti dell'organo collegiale), e, dall'altro, di dotare il consi-

---

[79] Le "*Linee Guida sul Reporting delle Società Benefit*", (nt. 3), sembrerebbero confermare questa lettura, attribuendo al soggetto responsabile un ruolo essenzialmente di supporto all'operato degli amministratori nella redazione della relazione annuale di cui al comma 382. Si precisa, a titolo esemplificativo, che lo stesso responsabile: a. assicura il coinvolgimento di tutte le funzioni aziendali nell'attuazione del piano per il conseguimento di dette finalità, nonché del suo miglioramento; b. supporta gli amministratori fornendo informazioni e dati in merito al contesto interno ed esterno nel quale l'impresa opera; c. promuove la trasparenza dei risultati dell'impatto garantendone la pubblicazione sul sito e attraverso appositi canali. Secondo le legislazioni degli Stati nordamericani che ne prevedono l'introduzione (in via facoltativa od obbligatoria), il *benefit director* è generalmente un componente del *board of directors*, tenuto sostanzialmente a monitorare sull'adempimento, da parte degli amministratori, del dovere di perseguire lo scopo di beneficio comune e a darne attestazione nella apposita relazione: vedi *Model Benefit Corporation Legislation*, § 302, lett. c). Sulla difficoltà pratica per il *benefit director* di verificare l'adempimento o meno di tali obblighi da parte degli amministratori e, di conseguenza, sulla scarsa utilità di tale figura, si vedano le riflessioni di M. LOEWENSTEIN, *Benefit Corporation Law*, in 85. *U. Cin. L. Rev.*, 2017, 389 ss. e 393.

[80] Così, ASSONIME, (nt. 3), 23 s.

[81] Sulla ipotesi della delega di amministrazione, S. CORSO, (nt. 11), 1023.

[82] Così, S. CORSO, (nt. 11), 1023.

glio di amministrazione di correlativi poteri, nonché di assoggettarlo alla responsabilità di cui all'art. 2392, secondo comma, c.c. [83].

A ben vedere, allo stesso risultato (di sottoporre detto soggetto allo statuto degli amministratori) si potrebbe pervenire investendo di tale ruolo l'amministratore indipendente, figura che parrebbe particolarmente idonea a svolgere quelle funzioni di supporto ma anche di garanzia rimesse al responsabile del perseguimento del beneficio comune [84].

Non si potrebbe, inoltre, escludere che nelle s.r.l. i relativi compiti vengano svolti da uno o più soci investiti dei particolari diritti di amministrazione di cui all'art. 2468, terzo comma, c.c., ovvero, da componenti dell'organo amministrativo designati dagli stessi soci in virtù di tali particolari diritti [85].

Come precisato a livello normativo, gli amministratori saranno responsabili per non aver individuato tale soggetto, investendolo dei compiti e delle funzioni necessarie al perseguimento del beneficio comune, laddove la nomina dello stesso non costituirà causa di esonero da responsabilità né per l'organo amministrativo che non abbia saputo gestire l'impresa in modo da bilanciare l'interesse dei soci con gli altri interessi, né per l'organo di controllo che non abbia vigilato sul rispetto di tale dovere da parte degli amministratori [86].

11. *Considerazioni conclusive.*

Le considerazioni svolte nel presente scritto offrono lo spunto per alcune riflessioni conclusive (sia pure con l'approssimazione derivante dal fatto che

[83] Sottolinea la necessità che lo statuto, nel caso in cui il responsabile sia un soggetto esterno all'organo amministrativo, preveda "un minimo *set* di poteri, unitamente ad un flusso obbligatorio di informazioni provenienti dall'organo amministrativo e corredato da meccanismi di consultazione", A. GALLARATI, *Incentivi e controllo del mercato nella società* benefit. *Un'analisi economica e comparata*, in *Contr. impr.*, 2018, 824 s., ritenendo che, in un'ottica costi-benefici, l'inclusione del responsabile nell'organo amministrativo sia la scelta più efficiente, in quanto in tal caso questi avrebbe, oltre alla specifica responsabilità per il beneficio comune, tutti gli strumenti (gestori e conoscitivi dell'attività del consiglio) e permarrebbe la responsabilità degli altri amministratori.

[84] Non a caso, date le particolari funzioni di garanzia che si troverebbe a svolgere, diverse legislazioni nordamericane richiedono che *benefit director* sia un amministratore indipendente (si veda *Model Benefit Corporation Legislation*, § 302, lett. *b)*) Proprio basandosi sulla genericità del dato normativo, non manca chi individua nell'organo di controllo o in alcuni suoi membri la figura del soggetto responsabile: così, G. RIOLFO, (nt. 12), 729, nota 53.

[85] Così anche G. RIOLFO, (nt. 12), 728 s.; vedi anche A. GALLARATI, (nt. 83), 826.

[86] In tal senso, ASSONIME, (nt. 3), 24.

la prassi di tale istituto non è ancora pienamente consolidata nel nostro ordinamento).

Su un piano più generale, la società benefit deve essere inquadrata nell'ambito di quegli strumenti pensati dal legislatore al fine di promuovere una gestione responsabile e sostenibile dell'impresa, segnando nel contempo una tappa significativa di quel graduale processo di ripensamento del paradigma della "*shareholder primacy*" e dello "*shareholder value*", che, come si è accennato, è attualmente al centro di un ampio ed articolato dibattito interno e internazionale [87].

In tale prospettiva, sorge allora spontaneo chiedersi, in primo luogo, quale sia o possa essere il contributo che essa è realmente in grado di offrire in termini di cd. esternalità positive a favore della collettività (come, del resto, auspicato dallo stesso legislatore, che, attraverso l'introduzione di tale modello societario, si proponeva di realizzare un "vero e proprio cambio di paradigma economico ed imprenditoriale" [88]) e, in secondo luogo, fino a che punto il ruolo dell'autonomia statutaria (in particolare, sotto i profili considerati nel presente scritto) possa essere decisivo al fine di favorire ed ottimizzare la realizzazione di quelle finalità sociali confluite nello scopo benefit.

La valutazione di questi aspetti necessita di essere esaminata, innanzitutto, sotto il profilo degli incentivi che i soci possono avere, non solo rispetto all'adozione della forma benefit in luogo di una società non benefit che possa occasionalmente compiere atti di beneficio comune, ma anche rispetto alla costituzione di una società benefit, che, coerentemente con la sua qualifica, predisponga una struttura societaria effettivamente idonea ad assicurare il perseguimento delle finalità di beneficio comune.

La disciplina di cui alla l. n. 208/2015, sembrerebbe carente sotto il profilo dell'attribuzione di incentivi (fiscali e di altro tipo) a coloro che intendano costituire una società benefit, differenziandosi sotto questo profilo sia dalla normativa sulle imprese sociali che da quella relativa ad altri modelli speciali di società (quali, in particolare, la *start up* innovativa e la *start up* a vocazione sociale), che invece godono, sia pure in modo precario, di una disci-

[87] Per l'inquadramento della disciplina della società benefit come strumento volto a valorizzare le istanze sociali e gli interessi degli *stakeholders* nello svolgimento dell'attività di impresa, G. CONTE, *L'impresa responsabile*, Milano, Giuffè, 2018, 143 ss; sul tema della responsabilità sociale d'impresa, si rinvia ai contributi raccolti nel recente volume AA.VV., *La Responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. Castellaneta e F. Vessia, Napoli, Edizioni scientifiche italiane, 2019, spec. 19 ss. e, per uno sguardo comparatistico, AA.VV., *Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, (nt. 7).

[88] Cfr. Relazione illustrativa (nt. 1).

plina agevolativa e di conseguenti deroghe al diritto comune [89].

I benefici derivanti dalla costituzione della società benefit sono perciò esclusivamente di carattere reputazionale e la loro rilevanza dipende dallo sforzo effettuato dai soci al fine di rendere effettivo il perseguimento delle finalità di beneficio comune, nonché dalla riconoscibilità esterna della stessa società come benefit [90].

Nel contempo, si dovrebbero anche considerare gli incentivi che gli amministratori hanno o possono avere nel perseguire, a loro volta, tali finalità, considerato che, come si può rilevare anche sulla scorta dell'esperienza comparata, i casi in cui essi sono chiamati a rispondere (per una serie di ragioni che vanno dalla copertura della *business judgment rule* all'inerzia dei soci nel promuovere azioni nei loro confronti) sono limitati [91].

Come già accennato, la tendenza della prassi di individuare le finalità di beneficio comune in termini generici o indeterminati, unitamente alla mancanza di strumenti volti ad effettuarne una previa verifica (ad esempio, attraverso forme di controllo preventivo sulla relativa clausola [92]), possono contribuire a rendere il suo perseguimento meramente "virtuale", senza che possa invocarsi la disciplina della pubblicità ingannevole (la quale richiede comunque un certo grado di specificità della comunicazione [93]), né, probabilmente, altro tipo di

---

[89] Si veda sul punto G. MARASÀ, *Imprese sociali*, (nt. 14), 16 s., che appunto specifica come l'intento promozionale del legislatore, nel caso della società benefit, non comporti vantaggi fiscali né benefici diversi da quello di immagine. Ritiene che tale scelta legislativa sia volta a garantire che il ricorso alla società benefit derivi da motivi "sinceri" e non da ragioni opportunistiche legate al conseguimento di vantaggi (reputazionali o, ove ve ne fossero, fiscali), D. LENZI, (nt. 12), 896, nota 13. Per quanto riguarda gli aspetti tributari, completamente ignorati dal legislatore, si veda, M. PROCOPIO, *Il trattamento tributario dei costi relativi al sostegno delle società benefit*, in *Dir. e prat. trib.*, 2017, 81 ss.

[90] In tale prospettiva, aspetto significativo è quello della riconoscibilità esterna della società come benefit, il quale è in grado di condizionare la produzione tanto di effetti positivi sul piano reputazionale (solo nella misura in cui il pubblico riconosce una società come benefit può prediligerla rispetto ad imprese concorrenti non benefit), quanto di possibili conseguenze a livello sanzionatorio per il mancato perseguimento del beneficio comune. Stante la assenza di strumenti obbligatori di pubblicità (come, ad esempio l'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese), saranno perciò le singole società a doversi attivare, se e nella misura in cui lo riterranno opportuno, per rendere adeguatamente conoscibile la propria natura e la propria attività ai terzi.

[91] Si vedano le citazioni in nota 69.

[92] Sottolineano F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 8), 7, come un controllo di merito sulla clausola statutaria di beneficio comune non sembrerebbe possibile nel nostro ordinamento, né coerente, in quanto comporterebbe per i soci l'obbligo di svolgere attività che non intendono svolgere, al quale potrebbero sottrarsi evitando di costituire una società benefit.

[93] Sottolinea S. ROSSI, (nt. 12), 8 ss., come la definizione in termini specifici del beneficio

sanzione (posto che la legge non richiede una soglia minima di atti di beneficio comune il cui compimento consente alla società di acquisire e mantenere la qualifica di benefit) [94].

Tenuto conto di tali problematiche, si è perciò cercato di dimostrare nel presente scritto come uno degli strumenti utilizzabili per indirizzare gli amministratori al perseguimento del beneficio comune possa essere quello di limitarne la discrezionalità, sia attraverso l'introduzione di specifici oneri procedimentali rilevanti in sede di bilanciamento, sia attraverso forme di coinvolgimento dei soci (compatibilmente con i limiti tipologici e di legge) e dei terzi beneficiari (privi di strumenti a tutela dei propri interessi).

Le considerazioni svolte convincono dell'opportunità di consentire una limitata partecipazione dei terzi beneficiari alla *governance* della società, non solo in via facoltativa e sulla base di una valutazione della singola società, ma in modo strutturale, attraverso la previsione da parte della legge di specifici poteri di *voice* nei loro confronti.

Una possibile soluzione, prospettata dalla dottrina straniera al fine di risolvere preventivamente potenziali conflitti tra soci, terzi e società benefit, potrebbe, ad esempio, essere la condivisione, da parte degli amministratori e dei rappresentanti delle diverse classi di beneficiari, di un "*Public Benefit Plan*" (approvato dai soci e periodicamente rinegoziato dalle parti interessate), volto a stabilire i passaggi e/o le linee guida da seguire nella realizzazione del beneficio comune, prevedendo in capo ai terzi beneficiari strumenti di partecipazione e sanzioni da essi azionabili in caso di inadempimento delle previsioni ivi contemplate [95]. In tal modo gli *stakeholders* avrebbero, perciò, la possibilità di esprimersi su alcune materie di loro stretto interesse senza nel contempo interferire nella gestione corrente della società, soluzione che porterebbe per-

comune incida anche sull'applicazione della disciplina sulla pubblicità ingannevole, richiedendo l'art. 21 del Codice del consumo (d.lgs. n. 206/2005) che l'impegno, contenuto nei codici di condotta e che il professionista si è impegnato a rispettare, sia "fermo e verificabile". Specifica la stessa giurisprudenza che, in ragione dell'esigenza di porre i potenziali destinatari del messaggio pubblicitario in grado di valutare consapevolmente la convenienza relativa dell'offerta e la prospettazione delle complessive condizioni di quest'ultima, esso deve essere chiaramente ed immediatamente percepibile (e, prima ancora, intellegibile) da parte del consumatore (T.A.R. Lazio sez. I – Roma, 21 gennaio 2015, n. 994, *Foro amm.*, 2015, 1, 187; T.A.R. Lazio sez. I – Roma, 8 maggio 2012, n. 4123, in *Foro amm.* TAR 2012, 5, 1605).

[94] Il punto è affrontato anche da A. BARTOLACELLI, (nt. 16), 260 s., che appunto rileva come la legge non richieda una soglia minima di beneficio comune, per cui anche un solo atto di beneficio comune consentirebbe alla società di riconoscere la qualifica di benefit; così, G. MARASÀ, (nt. 14), 5.

[95] E. WINSTON, (nt. 33), 1836 ss.

ciò a superare alcune delle obiezioni tradizionalmente poste alla partecipazione degli *stakeholders* alla *governance* sociale.

Infine, si può concludere la riflessione sul tema, auspicando, da un lato, un futuro intervento da parte del legislatore volto a superare quei punti deboli della disciplina – in parte evidenziati – che possono compromettere un efficace utilizzo dell'istituto e quindi il raggiungimento degli obiettivi che ne giustificano l'introduzione, e, dall'altro, un uso dell'autonomia statutaria che sia realmente coerente con la qualifica benefit della società.

In tale contesto, si segnala l'introduzione da parte della recente l. 17 luglio 2020, n. 77, di conversione in legge, con modifiche, del d.l. n. 34/2020 (c.d. "decreto rilancio"), di una previsione di agevolazione fiscale ("Promozione del sistema delle società benefit"), la quale, qualora non fosse una misura occasionale e dettata dalla situazione contingente, potrebbe essere segno di un'acquisita consapevolezza, da parte del legislatore, della necessità di valorizzare tale istituto tramite l'introduzione di concreti incentivi al suo utilizzo [96].

[96] La l. 17 luglio 2020, n. 77, di conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 19 maggio 2020, n. 34 ("Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19") ha introdotto una norma (l'art. 38-*ter*, primo comma, rubricata "Promozione del sistema delle società benefit"), con cui si prevede che "Per sostenere il rafforzamento, nell'intero territorio nazionale, del sistema delle società benefit, di cui all'articolo 1, commi 376 e seguenti, della legge 28 dicembre 2015, n. 208, è riconosciuto un contributo sotto forma di credito d'imposta nella misura del 50 per cento dei costi di costituzione o trasformazione in società benefit, sostenuti a decorrere dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto al 31 dicembre 2020". Si segnala anche il cd. "decreto fiscale" (d.l., n. 124/19, art. 49, comma 1 *bis,* lett. *a),* convertito in legge, n. 157/2019), che, intervenendo sul Codice dei contratti pubblici (d.lgs., n. 50/2016), ha previsto che le società benefit e tutte le società diverse da quelle benefit che operino in modo trasparente e responsabile potranno vedersi riconosciuta una premialità nei bandi pubblici (cfr. art. 83, comma decimo, terzo periodo, e art. 95, comma tredicesimo).

Il trattamento dei dati personali dell'utente dei servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR

The processing of personal data of payment service users between PSD2 and GDPR

Flaminia Marasà *

ABSTRACT:

Il lavoro verte sull'interferenza tra la disciplina del Regolamento (Ue) 679/2016 sul trattamento dei dati personali delle persone fisiche (GDPR) e quella della Direttiva (Ue) 2015/2366 sui servizi di pagamento elettronici (PSD2) per ciò che riguarda il trattamento dei dati personali dell'utente. In particolare, l'attenzione si focalizza sul ruolo svolto dagli intermediari bancari (PSP) e dai nuovi prestatori dei servizi di pagamento (*Third Party Provider*), sui limiti loro posti da entrambe le normative al trattamento dei dati degli utenti dei servizi di pagamento e sulla verifica se dal combinato disposto di tali normative consegua effettivamente una loro maggior tutela.

Parole chiave: servizi di pagamento – dati personali dell'utente – *Third Party Provider*

This article focuses on the overlapping between Regulation no. 679/2016 on the processing of personal data of natural persons (GDPR) and Directive no. 2015/2366/EU on electronic payment services (PSD) with reference to users' personal data processing. Special attention is devoted to the role played by PSP banks and new payment service providers (Third Party Providers), and to the restrictions imposed on these intermediaries by both GDPR and PSD2 in processing personal data of payment service users. The aim is to determine whether the combined provisions of these regulations achieve a more effective protection for payment service users.

***Keywords**: payment services – payment service users' personal data – Third party Provider*

SOMMARIO:

1. Premesse. – 2. Dalla PSD alla PSD2: i *Third Party Provider* (TPP). – 3. *Segue*: la disciplina in tema di sicurezza [Psd2 e Regolamento (Ue) 389/2018]. – 4. Dati personali dell'utente dei

* Dottoressa di ricerca in Business, Institution and markets. E-mail: flaminia.m25@gmail.com.

servizi di pagamento e GDPR. – 5. *Segue*: il ruolo del PSP di radicamento del conto e dei TPP nel trattamento dei dati personali. – 6. Utilizzo e limiti al trattamento dei dati personali da parte degli intermediari. – 7. Il trattamento dei dati personali del beneficiario.

1. *Premesse.*

Negli ultimi anni, il continuo progresso della tecnologia ha portato alla diffusione dell'*e-commerce*, cambiando le abitudini dei consumatori e degli imprenditori e inducendoli anche all'utilizzo di nuove modalità di pagamento. Da qui il rapido affermarsi dei servizi di pagamento elettronici che ha suggerito al legislatore comunitario di elaborare un quadro normativo in grado di conciliare l'esigenza di servizi di pagamento rapidi ed efficienti con la necessità di garantire la sicurezza degli stessi.

Com'è noto, il primo testo normativo unitario, teso a disciplinare in maniera uniforme le diverse attività riferibili ad un'operazione di pagamento – intesa come «l'atto disposto dal pagatore o per suo conto o dal beneficiario, di collocare, trasferire o ritirare fondi, indipendentemente da eventuali obblighi sottostanti tra il pagatore e il beneficiario» (art. 4, par. 1, n. 5, PSD) - è stato la Direttiva (Ce) 2007/64, (*Payment Service Directive – PSD*) [1], attuata in Italia con il d.lgs. n. 11/2010. Tuttavia, a pochi anni di distanza dalla sua emanazione, le nuove opportunità offerte dall'innovazione tecnologica e i rischi ad esse connessi, hanno reso necessario, nel 2015, un nuovo intervento sul tema da parte del legislatore comunitario [2].

La PSD2 [Direttiva (Ue) 2015/2366] [3], recepita in Italia con il d.lgs. n.

[1] Gli obiettivi dichiarati della PSD (elaborati per rafforzare la SEPA, ovvero la *Single European Payment Area*) erano quelli di: sostenere la creazione di un mercato unico dei servizi di pagamento delineando un quadro giuridico di riferimento unitario; aumentare la concorrenza tra gli operatori dei mercati nazionali dei pagamenti, anche permettendo l'accesso al mercato a nuove figure di operatori economici a parità di condizioni con gli intermediari bancari; accrescere la trasparenza, introducendo uno specifico gruppo di norme per regolare le informazioni da fornire agli utenti; uniformare gli obblighi e i diritti previsti dalle singole legislazioni sia per gli utenti che per i prestatori di servizi.

[2] Il Considerando n. 3 della PSD2 sottolinea che «*la rapida crescita dei pagamenti elettronici e tramite dispositivo mobile e con la commercializzazione di nuovi tipi di servizi di pagamento, il mercato dei pagamenti al dettaglio ha registrato considerevoli innovazioni tecniche che rimettono in discussione il quadro attuale*».

[3] Sulle novità della PSD2, in generale, v. F. CASCINELLI, *La Direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno*, reperibile in internet al seguente indirizzo:

218/2017[4], pur mantenendo l'impostazione generale della precedente Direttiva[5], ha posto l'attenzione sulla regolazione dei nuovi *player* operanti nel mercato dei pagamenti e sulla sicurezza delle operazioni, temi che devono essere analizzati parallelamente.

Infatti, i servizi di pagamento offerti dai TPP (*Third Party Provider*) da una parte, accentuano l'aspetto di disintermediazione – nel senso che i TPP si so-

---

http://www.dirittobancario.it; E. ZEPPIERI, *L'implementazione in Italia della nuova direttiva sui servizi di pagamento*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.dirittobancario.it; S. BALSAMO TAGNANI, *Il mercato europeo dei servizi di pagamento si rinnova con la PSD2,* in *Contr. impr. Eur.*, 2018, 609 ss.; P. MONTELLA, *La Direttiva PSD2: obiettivi della revisione e principali tratti di novità*, in *Innovazione e diritto*, 2018, II, 129 ss.

[4] Sulle novità introdotte dal d.lgs. n. 218/2017, in generale, cfr. S. VANINI, *L'attuazione in Italia della seconda Direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno: le innovazioni introdotte dal d.lgs. 15 dicembre 2017, n. 218*, in *Nuove leggi civ. com.*, 2018, IV, 839 ss.

[5] Anche la PSD2 è ispirata ai principi di neutralità tecnologica, proporzionalità e trasparenza.

Relativamente al principio di neutralità tecnologica, il Considerando n. 21 della PSD2 ribadisce che «*la definizione di servizi di pagamento dovrebbe essere neutra sotto il profilo tecnologico e consentire lo sviluppo di nuovi tipi di servizi di pagamento, garantendo pari condizioni operative ai prestatori di servizi di pagamento esistenti e ai nuovi prestatori*». Il legislatore comunitario ha, quindi, mantenuto ferma la scelta operata nel 2007 di non identificare rigidamente le modalità tecnologiche che identificano un servizio di pagamento, lasciando libero il prestatore del servizio di elaborare nuovi servizi sempre più efficienti e veloci, nei limiti degli *standard* di sicurezza imposti. Tale scelta è finalizzata a favorire il più possibile l'innovazione tecnologica e a incentivare la concorrenza tra gli operatori.

Per quanto riguarda il principio di proporzionalità, la PSD2 si basa sull'assunto "*same business, same risks, same rules*"; di conseguenza, anche la disciplina dei nuovi *player* presenta regole differenziate e di diversa intensità a seconda dell'attività da questi svolta. L'applicazione concreta di tale principio si riscontra in particolare nelle regole riguardanti l'organizzazione e gli obblighi dei cosiddetti *Third Party Provider* (TPP) a cui sono dedicate regole, in alcuni casi piuttosto stringenti, tese a prevenire i possibili rischi derivanti dall'attività che essi svolgono.

Infine, il principio di trasparenza è un principio cardine del settore bancario-finanziario, in quanto l'informazione è considerata dal legislatore un efficace strumento di tutela per l'utente. In ragione di ciò, la PSD2, così come la precedente direttiva, si pone l'obiettivo di garantire una maggiore chiarezza informativa (Considerando n. 6), introducendo sia specifici obblighi informativi per ciò che riguarda i servizi di pagamento (trasparenza in senso stretto), sia vere e proprie regole di condotta in capo agli intermediari (trasparenza in senso lato). Il principio di trasparenza viene, inoltre, esteso alla circolazione e alla gestione dei dati dei clienti, tema la cui rilevanza emerge soprattutto in relazione al fenomeno dell'*open banking*. Infatti, come si vedrà successivamente, con la PSD2 il legislatore europeo si è dovuto confrontare con le problematiche derivanti dall'introduzione nel procedimento di pagamento di soggetti terzi, i cosiddetti TPP, la cui attività rende necessario lo scambio dei dati dell'utente tra questi e il PSP di radicamento del conto.

stituiscono in parte al PSP di radicamento del conto (ASPSP – *Account Servicing Payment Service Provider*) – d'altra parte, ampliano la frammentazione del procedimento di pagamento, visto che la loro attività è circoscritta ad un determinato segmento del procedimento stesso. La presenza sul mercato di questi nuovi soggetti rende necessario uno scambio di dati e informazioni tra gli intermediari [6], aumentando così i rischi relativi alla sicurezza e alla riservatezza delle informazioni relative agli utenti.

La questione assume particolare interesse se si tiene conto che le informazioni rilevano non solo ai fini del pagamento, ma anche come dati personali dell'utente stesso e, in quanto tali, sono oggetto del recente Regolamento Generale sulla protezione dei dati personali delle persone fisiche n. 679/2016 (*General Data Protection Regulation – GDPR*) [7]. È, quindi, necessario che vi sia un adeguato coordinamento tra le norme specifiche della PSD2 e quelle generali del GDPR; tuttavia, si osserva sin da subito che, sebbene le due discipline siano state emanate quasi contemporaneamente, sono state sollevate alcune perplessità circa il loro rapporto, soprattutto in ordine ai profili dell'utilizzo dei dati personali da parte degli operatori del mercato dei pagamenti e della sicurezza della circolazione degli stessi [8].

Tali questioni rendono necessario un esame preliminare degli aspetti principali delle due normative summenzionate, partendo dalla PSD2, cioè dalla normativa specifica sui servizi di pagamento elettronici.

---

[6] Come opportunamente osservato da V. DE STASIO (*Riparto di responsabilità e restituzioni nei pagamenti non autorizzati*, in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Tre-press, 2020, 25 ss.) nell'operazione di pagamento, eseguita tramite il servizio prescelto dall'utente, il procedimento di trasferimento non trasmette più «una sola entità, (ovvero) i fondi che dal conto del pagatore devono pervenire a quello del beneficiario, bensì anche, necessariamente, un'informazione, costituita dall'ordine di pagamento, che dà inizio al procedimento e che nella sua configurazione minima efficace deve contenere un importo, con la valuta che costituisce l'unità di conto numerata dall'importo, e consentire di individuare due conti di pagamento: quello del pagatore, da cui si devono prelevare i fondi nell'importo e nella valuta contenuti nell'ordine, e quello del beneficiario, dove i soldi devono essere accreditati» (27).

[7] Sulle principali novità introdotte con il GDPR, cfr., G. FINOCCHIARO, *Introduzione al Regolamento europeo sulla protezione dei dati*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 1 ss.; F. PIZZETTI, *Privacy e il diritto europeo alla protezione dei dati personali. Dalla Direttiva 95/46/CE al nuovo Regolamento europeo*, Torino, Giappichelli, 2016; AA.VV., *La nuova disciplina europea sulla privacy*, a cura di S. Sica, V. D'Antonio e G.M. Riccio, Padova, Cedam, 2016.

[8] Per una prima disamina del problema, v. B. RUSSO, *Tecnologie digitali e tutela dei dati personali: quali possibili impatti sulla PSD2*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 259 ss.

2. *Dalla PSD alla PSD2: i* Third Party Provider *(TPP).*

Come già riferito, l'emanazione della PSD2 è stata la diretta conseguenza del diffondersi, pressoché contemporaneamente all'introduzione della prima Direttiva, di nuovi servizi di pagamento, prestati da soggetti estranei al sistema bancario; questi svolgevano la loro attività senza alcuna regolazione, dato che di essi non si occupava la PSD. Perciò, la PSD2, da una parte, ha preso una posizione favorevole al fenomeno dell'*open banking* [9], dall'altra, ha dettato precise disposizioni per disciplinare l'ingresso nel mercato dei nuovi intermediari e per regolare i servizi da questi offerti, incrementando anche le regole inerenti alla sicurezza dell'operazione, già previste nella PSD [10].

Si deve, innanzitutto, rilevare che la PSD2 ha tipizzato due servizi di pagamento [11]: quello di disposizione di ordini di pagamento, ovvero «un servizio che dispone l'ordine di pagamento su richiesta dell'utente di servizi di pagamento relativamente a un conto di pagamento detenuto presso un altro prestatore di servizi di pagamento» – *Payment Initiation Services Provider* (*PISP*) – [art. 4, n. 15, PSD2 e art. 1, primo comma, lett. b-*bis*), d.lgs. n. 11/2010] e quello d'informazione sui conti, da intendersi come «un servizio *online* che fornisce informazioni consolidate relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso uno altro prestatore di servizi di pagamento o presso più prestatori di servizi di pagamento» – *Ac-*

[9] Con tale locuzione si intende il fenomeno di apertura del sistema bancario a soggetti diversi dalle banche, realizzato attraverso l'obbligo, rivolto alle banche, di mettere a disposizione e condividere con tali soggetti i dati bancari e finanziari degli utenti.

[10] F. CIRAOLO, *I servizi di pagamento nell'era del Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. Paracampo, Torino, Giappichelli, 2017, 191, evidenzia che è la sicurezza, intesa come affidabilità, autenticità e correttezza delle operazioni, l'ambito in cui emergono maggiormente le problematiche legate al progresso della tecnologia nel campo dei servizi di pagamento, problematiche che si sono acuite con l'ingresso nel mercato dei nuovi operatori, ovvero i TPP.

[11] La PSD2, in applicazione del principio di neutralità tecnologica è rimasta fedele alla scelta presa dal legislatore comunitario con la PSD, di non elaborare una definizione di servizio di pagamento; di conseguenza, si è limitata ad integrare l'elenco già esistente delle attività considerate tali, aggiungendo il servizio di disposizione di ordine di pagamento [art. 1, secondo comma, lett. h-*septies*), n. 7] e il servizio di informazione sui conti [art. 1, secondo comma, lett. h-*septies)*, n. 8]. Per una prima disamina sul tema, cfr. A. ANTONUCCI, *Mercati dei pagamenti: la dimensione digitale*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, I, 557 ss.; M. RABITTI, *Il riparto di competenze tra autorità amministrative indipendenti nella Direttiva sui sistemi di pagamento,* in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali, Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Tre-press, 2020, 81 ss.

count Information Services Provider (*AISP*) – [art. 4, n. 16, PSD2 e art. 1, primo comma, lett. b-*ter*), d.lgs. n. 11/2010] [12].

Come si può evincere da queste definizioni, la caratteristica dei nuovi intermediari che possono svolgere tali servizi è che si tratta di soggetti terzi rispetto al rapporto intercorrente tra l'utente e il prestatore di servizi (*Account Servicing Payment Service Provider – ASPSP*) [13] presso il quale il primo ha radicato il proprio conto, tanto è che sono stati denominati *Third Party Provider* (TPP), proprio per sottolineare la loro estraneità alla custodia e alla gestione dei fondi in relazione ai quali il servizio viene eseguito. Tale estraneità costituisce una novità assoluta nel mercato dei pagamenti elettronici; infatti, benchè già con l'adozione della PSD fosse stata riconosciuta a soggetti diversi dalle banche (cioè agli IMEL ed agli IP) la possibilità di svolgere l'attività di prestazione di servizi di pagamento, questa rimaneva inevitabilmente collegata all'esistenza di un conto di pagamento presso lo stesso soggetto che svolgeva il servizio richiesto. Diversamente, l'attività dei TPP riguarda un conto che l'utente già detiene presso un altro intermediario; ciò significa che, come osservato da autorevole dottrina [14], prescindendo la prestazione del servizio dall'esistenza di un conto presso l'intermediario che lo rende, sorgono ulteriori margini di rischio, soprattutto, in ordine alla gestione e alla sicurezza dei dati del cliente.

Si deve, quindi, considerare che i TPP, sebbene svolgano un'attività strumentale a quella di pagamento in senso stretto, rendono più complesso il procedimento, sia perché la conclusione dell'operazione è rimessa alla partecipazione di più intermediari che svolgono attività diverse ma dipendenti l'una dall'altra, sia perché ciò rende necessario uno scambio di dati tra di essi [15]. In

---

[12] Per completezza informativa si deve ricordare che la PSD2 (art. 65) ha disciplinato anche l'attività di conferma della disponibilità dei fondi o *fund checking* sebbene il legislatore comunitario non l'abbia inserita nell'elenco di attività da considerare servizi di pagamento. Tale scelta è probabilmente correlata al fatto che, a differenza dei servizi di disposizione di ordini di pagamento e d'informazione sui conti, si tratta di un'attività che - dietro autorizzazione del titolare della carta – l'emittente della carta stessa effettua a beneficio di se stesso.

[13] Art. 4, n. 17, PSD2 e art. 1, primo comma, lett. g-*bis*), d.lgs. n. 11/2010.

[14] Cfr. M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla PSD alla PSD2: open banking e servizi di pagamento,* in AA.VV., *Le attuali sfide del sistema bancario. Congiuntura e tecnologia*, in *Osservatorio Monetario*, 1/2019, Milano, 2019, 47 ss.

[15] È stato osservato (V. PROFETA, *I Third Party Provider: profili soggettivi ed oggettivi*, 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*, a cura di F. Maimeri e M. Mancini, Roma, 2019, 52) che la decisione di inserire i servizi di disposizione di ordine di pagamento e di informazione sui conti nell'elencazione dell'art. 1, secondo com-

tale ottica, si spiega come il legislatore, qualora nel procedimento di pagamento intervenga un TPP, si preoccupi di dettare regole anche in ordine al rapporto tra questi e i PSP di radicamento del conto [16]. L'obiettivo, come si vedrà, è quello di garantire un efficace e regolare funzionamento dell'intera catena procedimentale in cui questi soggetti si inseriscono e così assicurare una tutela rafforzata all'utente che decida di avvalersi dei loro servizi [17].

Per quanto riguarda l'avvio dell'attività, la PSD2 ha conservato il regime di riserva, relativamente alla prestazione di servizi di pagamento (art. 114-*sexies*, t.u.b.) [18]; di conseguenza, anche i soggetti che vogliono fornire il servizio di disposizione di ordini di pagamento (PISP) o quello di informazione sui conti (AISP) devono essere previamente autorizzati, in via amministrativa, dall'autorità competente che, nell'ordinamento nazionale, è la Banca d'Italia [19]; ad

---

ma, lett. h-*septies*), t.u.b., nonostante entrambi i servizi abbiano carattere accessorio rispetto all'operazione di pagamento, risponde «all'interesse pubblico di monitorare lo svolgimento delle attività che ne formano oggetto, poiché la tecnologia che li connota, da un lato risulta cruciale per lo sviluppo dei pagamenti digitali, dall'altro pone l'esigenza di implementare i presidi di sicurezza informatica sia per tutelare i fondi, che potrebbero essere aggrediti più facilmente in considerazione del fatto che i nuovi servizi consentono al prestatore che li svolge un accesso diretto e *ab externo* ai conti di pagamento, sia per assicurare la protezione dei dati relativi ai pagamenti resi conoscibili a soggetti terzi diversi sia rispetto al titolare del conto sia rispetto al prestatore presso il quale il conto è radicato».

[16] In proposito, V. DE STASIO, (nt. 6), 25 ss. osserva che mentre la PSD aveva concentrato l'attenzione sulla corretta esecuzione dell'operazione, la PSD2 si concentra sugli aspetti informativi relativi alla trasmissione dei dati dell'operazione di pagamento.

[17] La scelta del legislatore di regolare l'attività dei TPP e il loro rapporto con i PSP di radicamento del conto riveste particolare importanza, soprattutto, in relazione alla tutela dell'utente. Infatti, prima della PSD2, l'assenza di regole in materia non solo impediva la predisposizione di una tutela preventiva in ordine a rischi connessi alla prestazione dei nuovi servizi di pagamento, ma aveva conseguenze anche sul piano della tutela accordata all'utente in caso di esecuzione di un'operazione non autorizzata. Infatti, la comunicazione da parte dell'utente delle proprie credenziali di accesso personalizzate ai TPP, sebbene necessaria all'esecuzione dell'operazione richiesta, configurava una violazione degli obblighi gravanti sull'utente stesso di conservare e non divulgare a terzi i propri codici di accesso, con la conseguenza che, in caso di contestazione di un'operazione non autorizzata eseguita tramite TPP, la banca poteva ridurre o, addirittura, rifiutare del tutto il rimborso dell'operazione all'utente.

[18] Ciò è confermato dall'art. 131-*ter* del t.u.b. (abusiva attività di prestazione di servizi di pagamento) che punisce penalmente chiunque svolga attività di servizi di pagamento in violazione della riserva dell'art. 114-*sexies*, t.u.b. e senza aver previamente ottenuto l'autorizzazione di cui all'art. 114-*novies*.

[19] Per quanto riguarda i PISP, al rilascio dell'autorizzazione consegue l'iscrizione in un apposito registro, liberamente consultabile *on line* e gestito dall'autorità competente di ogni singolo Stato (art. 14, paragrafi 1 e 2, PSD2), che in Italia è la Banca d'Italia.

essa è, inoltre, affidato il compito di controllare la sussistenza dei requisiti necessari per il conseguimento dell'iscrizione [20] e il rispetto permanente degli stessi per tutto il periodo in cui i TPP svolgono la loro attività (art. 23, PSD2). Tuttavia, per gli istituti di pagamento che intendono fornire esclusivamente i servizi in esame, cioè per i TPP, sono previste disposizioni particolari per tener conto del fatto che essi non detengono mai i fondi del cliente.

In particolare, per quanto riguarda i PISP, la domanda di autorizzazione all'esercizio dell'attività deve contenere i requisiti richiesti in generale dall'art. 5 PSD2 (art. 114-*novies*, t.u.b.) e valevoli per tutti gli IP, ma con alcune varianti. Infatti, da una parte, è richiesto un capitale iniziale inferiore [art. 7, par. 1, lett. b), PSD2] [21], dall'altra, è necessario il possesso di un'assicurazione sulla responsabilità civile o analoga forma di garanzia per gli eventuali danni causati nell'esercizio della propria attività (art. 5, par. 2, PSD2 e art. 114-*novies,* co. 1-*bis,* t.u.b.) [22].

Per gli AISP, il legislatore ha previsto ulteriori agevolazioni dato che tali soggetti svolgono un servizio di carattere meramente informativo. Il cuore della disciplina è contenuto nell'art. 33 della PSD2 (art. 114-*speties,* co. 2-*bis,* t.u.b.) che subordina l'ingresso nel mercato all'iscrizione in un albo speciale, iscrizione per la quale sono necessarie solo alcune delle condizioni elencate dall'art. 5 della PSD2 (art. 114-*novies,* co. 1, t.u.b.) [23].

---

[20] In relazione a ciò, è stato sottolineato V. PROFETA, (nt. 15), 60 che, nonostante l'art. 114-*septies,* co. 2-*bis,* t.u.b., parli di iscrizione e non di autorizzazione, alla Banca d'Italia è attribuito un potere di verifica dei requisiti richiesti dalla legge per lo svolgimento dell'attività, potere che non ha carattere meramente ricognitivo, tant'è che, anche con riferimento agli AISP, la Banca d'Italia qualifica il proprio provvedimento come autorizzazione. In sostanza, l'iscrizione non consegue automaticamente alla dichiarazione di possesso dei requisiti da parte dell'AISP ma è subordinata al controllo e all'assenso dell'autorità di controllo; di fatto, anche per quanto riguarda gli AISP è necessaria l'autorizzazione per l'esercizio dell'attività.

[21] Secondo la disposizione contenuta nel punto 1, sez. II del Provvedimento attuativo della Banca d'Italia del 23 luglio 2019 il capitale minimo iniziale richiesto per i PISP è pari ad euro 50.000.

[22] La PSD2 specifica che l'assicurazione deve coprire i danni derivanti da operazioni non autorizzate (art. 73), dalla mancata, inesatta o tardiva esecuzione dell'operazione di pagamento (art. 90), nonché dall'esercizio di regresso da parte di altri prestatori di servizio di pagamento.

[23] Gli AISP sono, infatti, esonerati dall'obbligo di dotarsi di un capitale minimo iniziale [art. 5, par. 1, lett. c), PSD2], né ad essi si applicano le regole (art. 23, par. 3, PSD2) in tema di tutela dei fondi del cliente [lett. b)]. Inoltre, non sono soggetti all'obbligo di rilevazione dei dati statistici relativi alle operazioni e alle frodi [lett. i)], agli obblighi in materia di lotta al riciclaggio e di finanziamento al terrorismo [lett. k)], né devono indicare l'identità delle persone che, direttamente o indirettamente, detengono nel capitale dell'AISP partecipazioni rilevanti [lett. m)] e dei revisori legali dei conti o delle imprese di revisione contabile [lett. o)]. Essi so-

Entrambi i TPP sono soggetti alle norme contenute nella sezione 3 della PSD2 (autorità competenti e vigilanza; art. 114-*quinquies.2*, e art. 114-*quaterdecies*, t.u.b.) e a quelle riguardanti l'onere della prova in relazione ai requisiti informativi (art. 41, PSD2 e art. 126-*bis*, co. 4, t.u.b.). Infine, sono previste disposizioni sugli obblighi informativi nei confronti dell'utente (artt. 45 e 52 PSD2 e 126-*quater*, t.u.b.) e sugli obblighi riguardanti la gestione dei rischi e la sicurezza (artt. 95-98) [24].

3. Segue: *La disciplina in tema di sicurezza [Psd2 e Regolamento (Ue) 389/2018].*

L'ultimo gruppo di disposizioni assume particolare importanza considerata anche la scelta del legislatore di attribuire alla sicurezza la funzione di incoraggiare l'uso e la diffusione dei pagamenti elettronici; ciò emerge in modo ancor più accentuato in relazione ai TPP che si frappongono tra l'utente e il suo PSP, acquisendo al posto di quest'ultimo tutte le informazioni sull'operazione da compiere. Per tale motivo, il legislatore è intervenuto su diversi piani: quello della tutela preventiva, volta ad evitare il verificarsi del danno, e quella della tutela successiva, tesa a ridurre le conseguenze pregiudizievoli per l'utente del servizio [25].

La volontà del legislatore di predisporre un sistema in grado di prevenire i rischi si riscontra sin dalle regole che disciplinano l'ingresso nel mercato dei pagamenti dei TPP, visto che, già nella domanda di autorizzazione o di iscri-

---

no inoltre esenti dall'applicazione delle procedure e delle condizioni contenute nella sezione 1 (disposizioni generali) e nella sezione 2 (tempi di esecuzione e data valuta) del Titolo III della PSD2. Anche per gli AISP, costituisce requisito indispensabile la stipulazione di un'assicurazione per la responsabilità civile professionale a copertura dei danni che possono essere arrecati al PSP di radicamento del conto o all'utente a causa dell'accesso non autorizzato o fraudolento alle informazioni del conto di pagamento o dall'uso non autorizzato o fraudolento delle informazioni stesse (art. 5, par. 3, PSD2).

[24] Per quanto riguarda le disposizioni riguardanti la sicurezza, queste sono state trasfuse nel d.lgs. n. 11/2010 – modificato dal d.lgs. n. 217/2018 – e trovano specificazione nelle disposizioni del Regolamento n. 389/2018.

[25] L'idea di fondo, infatti, è che i rischi insiti nell'utilizzo dei pagamenti elettronici non possono essere del tutto eliminati; pertanto, l'impianto legislativo è strutturato, da un parte, imponendo una serie di obblighi di condotta in capo all'intermediario – il cui fine è di far sì che egli predisponga un sistema di sicurezza all'avanguardia e metta in atto accorgimenti in grado di prevenire il verificarsi di un danno –, dall'altra, prevedendo regole relative alla ripartizione della responsabilità e al ristoro del danno subito dall'utente.

zione deve essere presentata una descrizione delle procedure di gestione del rischio adottate [art. 5, par. 1, lett. e), PSD2][26] e di quelle predisposte per il monitoraggio e la gestione degli incidenti relativi alla sicurezza [art. 5, par. 1, lett. f), PSD2][27]; inoltre, la domanda deve essere corredata da un documento attestante la politica di sicurezza adottata sulla base di una valutazione dei rischi relativi ai servizi di pagamento offerti, nonché una descrizione delle misure di controllo e di mitigazione che si intendono mettere in atto per tutelare gli utenti dai rischi inerenti i servizi offerti [art. 5, par. 1, lett. j), PSD2]. In sostanza, l'accesso al mercato dei pagamenti è riservato agli intermediari che dimostrino, ancor prima di aver iniziato la propria attività, di essere in grado di garantire misure di sicurezza idonee a prevenire i rischi insiti nell'attività di prestazione dei servizi di pagamento e procedure per minimizzare gli effetti negativi che eventuali incidenti potrebbero avere sugli utenti[28].

La sicurezza delle operazioni è stata, inoltre, rafforzata intervenendo su due elementi ritenuti fondamentali per prevenire il verificarsi di eventuali incidenti: l'autenticazione – ovvero la procedura che permette al PSP di verificare

[26] Ai sensi dell'art. 95, PSD2 gli Stati membri devono, infatti, assicurare che i PSP istituiscano meccanismi di controllo in grado di gestire i rischi relativi al servizio di pagamento prestato ed elaborino procedure per gestire gli incidenti operativi e la sicurezza. Tale obbligo è rafforzato dal dovere dell'intermediario di comunicare periodicamente all'autorità competente una valutazione aggiornata e approfondita dei rischi operativi inerenti ai servizi di pagamento offerti e dell'adeguatezza delle misure adottate per controllarli e mitigarne gli effetti pregiudizievoli.

[27] Il sistema di gestione adottato dall'intermediario deve essere in linea con quanto disposto dall'art 96 della PSD2. Quest'ultimo prevede un obbligo di notificazione all'Autorità di controllo al verificarsi di un grave incidente operativo o alla sicurezza, in modo tale che questa possa informare l'Autorità Bancaria Europea (ABE) e la Banca Centrale Europea (BCE), soggetti a cui è affidato il compito di valutare la gravità dell'incidente e la rilevanza per gli altri Stati e prendere le opportune decisioni per tutelare il sistema finanziario. Se l'incidente può ledere gli interessi finanziari degli utenti, l'intermediario è tenuto a informarli e a fornire tutte le informazioni riguardanti le misure a loro disposizione per attenuare gli effetti pregiudizievoli derivanti dall'incidente.

[28] In ossequio al principio di proporzionalità, al PSP è, quindi, richiesto di valutare il rischio intrinseco al servizio di pagamento prestato, di adottare le misure ritenute maggiormente in grado, prima di tutto, di evitare il verificarsi dello stesso, e, in secondo luogo, di mitigare le conseguenze che dallo stesso possono derivare. In relazione a ciò, si ricorda che la scelta del sistema di sicurezza riveste particolare rilevanza per l'intermediario in quanto l'adozione di un sistema all'avanguardia e in grado di garantire la massima sicurezza possibile in relazione all'evoluzione della tecnologia è uno dei principali obblighi su di lui gravanti ed è uno degli elementi che vengono presi in considerazione *ex post* per la valutazione della sua condotta nel caso in cui vi sia stata un'operazione non autorizzata.

l'utilizzo di un determinato strumento di pagamento o delle credenziali di sicurezza personalizzate (art. 4, par. 1, n. 29, PSD) – e gli *standard* di comunicazione tra gli intermediari; quest'ultimo aspetto è particolarmente innovativo in quanto regola lo scambio di dati e informazioni tra i TPP e il PSP di radicamento del conto.

a) Per quanto riguarda l'autenticazione, l'art. 97 della PSD2 segna il passaggio ufficiale da un sistema di autenticazione monofattore ad un sistema di autenticazione forte (*Strong Customer Authentication*)[29] ogni qual volta l'utente accede al proprio conto di pagamento [par. 1, lett. a)], dispone un'operazione di pagamento [par. 1, lett. b)] o effettua qualsiasi azione, tramite un canale a distanza, che può comportare un rischio di frodi od altri abusi [par. 1, lett. c)]. In realtà, come già segnalato dalla dottrina[30], nel nostro ordinamento, l'adozione di uno *standard* di autenticazione forte era statoa già pretesa dalla giurisprudenza e, in particolare, da quella dell'ABF che, sin dall'introduzione della prima Direttiva sui servizi di pagamento, ha ritenuto l'adozione di un sistema di autenticazione multifattore da parte dell'intermediario elemento di prova che l'operazione era stata correttamente autenticata[31].

---

[29] L'art. 4, par. 1, n. 30 della PSD2, ripreso letteralmente dall'art. 1, primo comma, lett. q-*bis*), d.lgs. n. 11/2010, specifica che per "autenticazione forte" deve intendersi *«un'autenticazione basata sull'uso di due o più elementi classificati nelle categorie della conoscenza (qualcosa che solo l'utente conosce), del possesso (qualcosa che solo l'utente possiede) e dell'inerenza (qualcosa che caratterizza l'utente), che sono indipendenti, in quanto la violazione di uno non compromette l'affidabilità degli altri, e che è concepita in modo tale da tutelare la riservatezza dei dati di autenticazione»*.

[30] Cfr. V. DE STASIO, (nt. 6) 25 ss.; C. PAGLIETTI, (*Questioni in materia di prova di pagamenti non autorizzati*, in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Tre-press, 2020, 43 ss.), la quale mette in evidenza il rilievo attribuito sin da subito al sistema 3D Secure ai fini della valutazione, in sede giudiziale, della condotta dell'intermediario e della sua eventuale responsabilità per l'esecuzione di operazioni non autorizzate.

[31] Cfr., tra le tante, Collegio di Coordinamento, decisione n. 3498 del 26 ottobre 2012; Collegio di Milano, decisione n. 111 del 13 gennaio 2012; Collegio di Roma, decisione n. 263 del 30 luglio 2012; Collegio di Napoli, decisione n. 2121 dell'8 aprile 2014; decisione n. 2609 del 29 aprile 2014, tutte reperibili in internet al seguente indirizzo: http://www.arbitrobancario finanziario.it. Infatti, sin da subito si è consolidato in seno all'ABF un orientamento secondo il quale il sistema a due fattori – ovvero il sistema che per l'autenticazione delle operazioni *on line* affianca all'inserimento del codice identificativo e della *password* un secondo elemento di identificazione tramite il sistema OTP in grado di generare una *password* monouso ogni 60 secondi – era quello più idoneo a garantire l'adeguatezza del sistema di sicurezza allo scopo e agli *standard* imposti dallo sviluppo della tecnologia. Di conseguenza, l'adozione da parte dell'intermediario di tale sistema, sebbene non potesse dare origine ad un automatismo dedut-

La novità, pertanto, non consiste tanto nell'obbligo di adottare tale sistema ma nelle caratteristiche tecniche dello stesso; queste sono state successivamente specificate dal Regolamento (Ue) 389/2018 (*Regulatory Technical Standards*, relativo alle norme tecniche di regolamentazione per l'autenticazione forte del cliente e gli *standard* aperti di comunicazione comuni e sicuri), che ha integrato la disciplina in tema di sicurezza della PSD2 [32] . Infatti, i capi II, III e IV (artt. 5-27) del Regolamento, si occupano delle misure di autenticazione che devono essere impiegate per garantire il massimo livello di sicurezza attualmente possibile; tra queste rilevano le seguenti prescrizioni: i) il collegamento dinamico deve essere collegato ai parametri della transazione [33], nel

tivo circa la negligenza del cliente, era uno degli elementi in grado di provare che l'intermediario aveva adempiuto agli obblighi di condotta impostigli dall'art. 8 del d.lgs. n. 11/2010 e, di conseguenza, implicava una valutazione più severa della condotta dell'utente. Sul punto, cfr. C. PAGLIETTI, (nt. 30), 58, la quale sottolinea che la valutazione della condotta della banca deve essere valutata con diversi criteri di giudizio a seconda che abbia adottato o meno un sistema di autenticazione forte.

A simili conclusioni era giunta anche la giurisprudenza ordinaria, seppur seguendo ragionamenti diversi da quelli dell'Arbitro Bancario Finanziario. La giurisprudenza di merito (cfr. per tutte, Trib. Verona, 2 ottobre 2012, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1284 ss.; Trib. Milano, 4 dicembre 2014, in *Resp. civ. prev.*, 2015, 911 ss., con nota di Frau) riprendendo i principi di carattere generale secondo cui la diligenza esigibile dalla banca ha natura tecnica e deve essere valutata tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento, ha ritenuto che la mancata adozione del sistema OTP costituisse una violazione del disposto dell'art. 1176, secondo comma, c.c., in quanto solamente tale tipo di procedura era ritenuto adeguato a prevenire gli eventi pregiudizievoli insiti nell'utilizzo di servizi di pagamento elettronici.

[32] L'art. 98, par. 1, PSD2, infatti, demandava all'Autorità Bancaria Europea l'elaborazione di norme tecniche di regolamentazione – da presentare alla Commissione -, indirizzate ai prestatori di servizi di pagamento, in cui fossero specificati i requisiti di autenticazione forte del cliente [lett. a)]; le esenzioni dall'adozione del sistema di autenticazione forte [lett. b)]; i requisiti che le misure di sicurezza devono rispettare conformemente all'art. 97 per garantire la tutela della riservatezza e l'integrità delle credenziali di sicurezza personalizzate degli utenti [lett. c)]; i requisiti per gli *standard* di comunicazione comuni e sicuri ai fini dell'identificazione, dell'autenticazione, della notifica e della trasmissione di informazioni, nonché dell'attuazione delle misure di sicurezza, tra i prestatori di servizi di radicamento del conto, i prestatori di servizi di disposizione di ordini di pagamento, i prestatori di servizi di informazione sui conti, i pagatori, i beneficiari e altri prestatori di servizi di pagamento [lett. d)].

[33] L'art. 5, par. 1, del Regolamento (Ue) 389/2018 impone agli intermediari di adottare misure di sicurezza che soddisfino i seguenti requisiti: «*a) il pagatore è informato dell'importo dell'operazione di pagamento e del beneficiario; b) il codice di autenticazione generato è specifico per l'importo dell'operazione di pagamento e il beneficiario concordato dal pagatore al momento di disporre l'operazione; c) il codice di autenticazione accettato dal prestatore di servizi di pagamento corrisponde all'importo specifico originario dell'operazione di pagamento e all'identità del beneficiario approvato dal pagatore; d) qualsiasi modifica dell'importo o*

senso che il codice di autenticazione deve essere specifico per alcuni elementi dell'operazione come l'importo e il beneficiario; ii) devono essere adottate almeno due tra le categorie della conoscenza, cioè qualcosa che l'utente conosce [34], del possesso, qualcosa che egli possiede [35] e dell'inerenza, qualcosa che caratterizza la sua persona [36]; iii) tali categorie devono essere contraddistinte dall'indipendenza, in modo tale che la violazione di una di queste non infici l'efficienza del sistema di sicurezza che rimane in ogni caso tutelato dal funzionamento dell'altra categoria adottata [art. 9, par. 1, Regolamento (Ue) 389/2018].

b) L'altro elemento oggetto d'integrazione da parte del Regolamento riguarda gli *standard* aperti di comunicazione tra gli intermediari che devono essere comuni e sicuri. Questo tema può essere affrontato più adeguatamente illustrandolo insieme alle regole che disciplinano il servizio di disposizione di ordini di pagamento e il servizio di informazione sui conti.

Innanzitutto, si deve ricordare che entrambi i servizi effettuati dai TPP operano esclusivamente sui conti di pagamento accessibili *on line* (artt. 66, par. 1, e 67, par. 1, PSD2) e sono attività accessorie rispetto all'esecuzione di un'operazione o alla gestione del conto di pagamento. Infatti, l'attività del PISP può essere considerata esecuzione di una delega che si pone a monte del procedi-

---

del beneficiario comporta l'invalidamento del codice di autenticazione generato". Inoltre, il par. 2, dello stesso articolo specifica che il PSP deve garantire la riservatezza, l'autenticità e l'integrità dei seguenti elementi: "*a) l'importo dell'operazione e il beneficiario durante tutte le fasi dell'autenticazione; b) le informazioni visualizzate al pagatore durante tutte le fasi dell'autenticazione, comprese la generazione, la trasmissione e l'utilizzo del codice di autenticazione*».

[34] I requisiti di tale categoria sono indicati nell'art. 6 del sopra citato Regolamento. In proposito, l'ABE, nel suo documento *Opinion of the European Banking Authority on the elements of strong customer authentication under PSD2,* del 21 giugno 2019, sottolinea che possono rientrare in tale categoria, le *password*, i *pin* o le domande di sicurezza, mentre devono esserne esclusi i dettagli della carta di pagamento, il relativo codice di sicurezza e l'indirizzo mail.

[35] L'art. 7 del Regolamento stabilisce i requisiti di questa, categoria che, secondo l'ABE può avere ad oggetto anche un bene non materiale quale un'*app*, oppure può essere costituita dalla prova della generazione di un OTP da parte di un *software* o dalla firma digitale.

[36] Nella categoria dell'inerenza, disciplinata dall'art. 8 del Regolamento, l'ABE fa rientrare la scansione delle impronte digitali o della retina e dell'iride, il riconoscimento vocale o della fisionomia del visto o le dinamiche di digitazione. Come si può facilmente intuire tale categoria, utilizzando elementi relativi a caratteristiche biologiche e comportamentali, non solo è quella più innovativa e legata agli sviluppi della tecnologia, ma, allo stato, è quella che garantisce maggiormente l'inviolabilità del sistema.

mento di pagamento vero e proprio [37], mentre il servizio prestato dall'AISP ha carattere meramente informativo [38]; perciò, né PISP né AISP entrano mai in possesso dei fondi dell'utente, come sottolineato dall'art. 66, par. 3, lett. a), PSD2.

La disciplina che attiene a tali servizi è contenuta rispettivamente negli artt. 66 e 67 della PSD2 (artt. 5-*ter* e 5-*quater*, d.lgs. n. 11/2010) e può essere così riassunta: a) l'esecuzione del servizio è subordinata solamente all'esplicito consenso dell'utente, mentre non è necessario che sussista un preesistente rapporto contrattuale tra il TPP e il PSP di radicamento del conto [art. 66, par. 2 e 5 e art. 67, par. 2 e 4, lett. a), PSD2] [39]; b) la comunicazione tra i TPP e il PSP

[37] Il *software* del PISP fa da ponte tra il sito *web* del commerciante/beneficiario e la piattaforma di *on line banking* del PSP di radicamento del conto, assicurando al beneficiario che il pagamento è stato disposto e permettendo di eseguire pagamenti *on line* senza che sia necessario utilizzare la carta di credito. Tali caratteristiche, come evidenziato dal Considerando n. 29 della stessa PSD2, hanno favorito la diffusione di tale servizio nel mondo dell'*e-commerce,* visto che, da una parte, permettono all'utente di eseguire il pagamento senza dover inserire sul sito internet i dati della propria carta di pagamento e dall'altra, consentono al venditore/beneficiario di non aderire al circuito di pagamento di una determinata carta evitando così le spese a ciò connesse.

[38] Gli AISP forniscono informazioni *on line* aggregate su uno o più conti di pagamento permettendo così all'utente di disporre immediatamente di un quadro generale della sua situazione finanziaria in un determinato momento.

[39] Sul punto è stato osservato (B. SZEGO, *I nuovi prestatori autorizzati,* in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Tre-press, 2020,166) che al PSP di radicamento del conto è imposta una "collaborazione forzata" derivante direttamente dalla legge, a cui egli non può opporsi a meno che non ricorrano «giustificate e comprovate ragioni connesse all'accesso fraudolento o non autorizzato al conto di pagamento da parte di tali soggetti, compresi i casi di ordini fraudolenti o non autorizzati» (art. 68, PSD2 e art. 6-*bis*, d.lgs. n. 11/2010). Ciò è ulteriormente confermato dagli artt. 66 e 67 della PSD2; infatti, il primo impone al PSP di radicamento del conto, una volta ricevuto l'ordine di pagamento, di elaborarlo applicando le stesse condizioni previste per quelli ricevuti direttamente dall'utente [par. 4, lett. c)] e di fornire al PISP tutte le informazioni necessarie all'esecuzione dell'operazione [par. 4, lett. b)]. Il secondo obbliga il PSP di radicamento del conto a trattare le richieste di dati ricevute dall'AISP senza discriminazioni se non per motivi obiettivi [par. 3, lett. b)]. Dalle norme riportate emerge una presa di posizione ben precisa da parte del legislatore comunitario, che è quella di favorire la concorrenza tra operatori, impedendo alle banche – soggetti "più forti" in quanto presso di loro è radicato il conto di pagamento dell'utente – di poter scegliere a quali intermediari e a quali condizioni permettere l'accesso al conto di pagamento del cliente, limitando quindi le possibilità dell'utente di avvalersi di tale servizio. Infatti, se il PSP di radicamento del conto negasse, senza giustificato motivo, l'accesso al TPP potrebbe incorrere in sanzioni per la violazione dei principi della libera concorrenza. Per un approfondimento sul tema della concorrenza tra i prestatori di servizio di pagamento, V. MELI, *Opportunità e sfide per la concorrenza nella disci-*

di radicamento del conto deve essere aperta e sicura, vale a dire che il TPP deve identificarsi presso il PSP di radicamento del conto e che lo scambio di informazioni tra gli intermediari per l'esecuzione dell'operazione deve avvenire secondo canali sicuri [art. 66, par. 3, lett. b), c), d), e par. 4, lett. a), e art. 67, par. 2, lett. b), c), e par. 3, lett. a), PSD2]; c) ai TPP non è concesso accedere, usare o conservare dati diversi da quelli necessari per l'esecuzione dell'operazione, né conservare i dati sensibili relativi ai pagamenti dell'utente [40] [art. 66, par. 3, lett. e), f), g), e art. 67, par. 2, lett. d), e), f), PSD2].

In sostanza, le operazioni mediante TPP sono rimesse all'esclusiva volontà dell'utente del servizio, volontà che deve essere espressa tramite il consenso [41]; in questo modo, il diritto dell'utente di avvalersi di un soggetto terzo trova piena tutela. In ogni caso, all'obbligo imposto al PSP di radicamento del conto di consentire ai TPP l'accesso al conto di pagamento e ai dati ad esso relativi fanno da contraltare, da una parte, la limitazione dell'accesso dei TPP al solo conto di pagamento e per finalità determinate, dall'altra, le regole in tema di ripartizione della responsabilità in caso di effettuazione, tramite PISP, di un'operazione senza autorizzazione (art. 73, par. 2, PSD2) o eseguita in maniera inesatta (art. 90, PSD2) [42]. In proposito, rilevano soprattutto le dispo-

---

plina dei servizi di pagamento, in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi nella PSD2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Tre-press, 2020, 135 ss.

[40] Per dati sensibili relativi ai pagamenti si intendono «*dati che possono essere usati per commettere frodi, incluse le credenziali di sicurezza personalizzate. Per l'attività dei prestatori di servizi di disposizione di ordini di pagamento e dei prestatori di servizio di informazione sui conti, il nome del titolare del conto e il numero del conto non costituiscono dati sensibili relativi ai pagamenti*» (art. 4, par. 1, n. 32, PSD2).

[41] Senza entrare nel merito delle questioni relative alla disciplina del consenso dell'utente, qui si vuole sottolineare che il PSP di radicamento del conto non può eseguire alcun controllo per verificare, prima di permettere l'accesso al conto di pagamento del cliente, se quest'ultimo ha effettivamente autorizzato il TPP ad eseguire l'operazione.

[42] Com'è noto, la PSD prevedeva due fattispecie da cui poteva derivare un danno per l'utente: i) l'esecuzione di un'operazione senza il consenso dell'utente (artt. 60-62); ii) la mancata, tardiva o inesatta esecuzione dell'operazione (artt. 74 e 75). Per entrambe le fattispecie, la disciplina era strutturata in modo da garantire una piena tutela all'utente, facendo gravare sull'intermediario, del pagatore nel caso di operazione non autorizzata, del pagatore e del beneficiario nel caso di operazione non eseguita o eseguita in maniera inesatta, il rischio delle stesse. Su questi aspetti, la PSD2 non ha introdotto alcuna modifica sostanziale ma ha ripreso l'impostazione prevista dalla prima Direttiva per regolare i rapporti tra il PSP di radicamento del conto e il PISP qualora l'operazione non autorizzata o eseguita in maniera inesatta sia stata effettuata tramite l'attività di quest'ultimo.

Diversa è invece la situazione dell'AISP che, come più volte ribadito, svolge un servizio

sizioni riguardanti i rapporti tra gli intermediari che hanno partecipato all'operazione; infatti, nonostante nel caso di operazione eseguita tramite PISP, il PSP di radicamento del conto rimanga comunque l'unico soggetto responsabile nei confronti dell'utente per l'esecuzione di operazioni non autorizzate o eseguite in maniera inesatta (art. 73, par. 2, e art. 90, par. 1, PSD2), nel momento in cui egli corrisponde il rimborso, acquisisce il diritto ad ottenere immediatamente dal PISP l'importo corrispondente alla somma rimborsata all'utente [43]. Infatti, sul PISP grava una presunzione di responsabilità che può essere superata dimostrando che, nell'ambito delle sue competenze, l'operazione è stata autenticata, correttamente registrata e non ha subito le conseguenze di un guasto tecnico o di altri inconvenienti (artt. 73, par. 2 e 90, par. 3, PSD2). Tuttavia, l'assolvimento dell'onere probatorio lo libera da qualsiasi responsabilità e fa sì che il rischio derivante dall'esecuzione di un'operazione non autorizzata ricada in via definitiva sul PSP di radicamento del conto.

Gli elementi di particolare interesse della nuova disciplina riguardano la comunicazione tra gli intermediari e l'utilizzo dei dati relativi ai pagamenti in quanto coinvolgono le tematiche della sicurezza e del trattamento dei dati personali. Relativamente al primo tema, gli elementi di novità riguardano l'obbligo dei TPP di autenticarsi [44] ogni qual volta devono eseguire un'operazione – [artt. 28 e 29, Regolamento (Ue) 389/2018] – consentendo, quindi, al PSP di radicamento del conto di distinguere tra operazioni eseguite tramite TPP e operazioni eseguite direttamente dall'utente [45], e la necessaria adozione di canali sicuri di

meramente informativo e, pertanto, ad esso non è applicabile la disciplina prevista per le operazioni non autorizzate o eseguite in maniera inesatta. Tuttavia, si deve sottolineare che, nonostante, la PSD2 non fornisca alcuna indicazione in merito, sull'AISP gravano obblighi in ordine alla sicurezza del servizio prestato e, di conseguenza, egli potrebbe comunque essere ritenuto responsabile se dal mancato rispetto di tali obblighi derivasse un danno per l'utente.

[43] Sul punto, v. G. BERTI DE MARINIS, *La disciplina dei pagamenti non autorizzati nel nuovo sistema delineato dalla PSD2*, in *Riv. banca merc. fin.*, 2018, 627 ss.

[44] L'obbligo di autenticazione viene assolto tramite l'utilizzo di certificati digitali – *Qualified Trust Service Providers (QTSP)* – rilasciati da parte di operatori qualificati la cui disciplina è contenuta nel Regolamento (UE) 910/2014 (Regolamento e-IDAS). I certificati devono garantire la confidenzialità, l'integrità e l'autenticità dei dati e assicurare che essi siano stati inviati dall'effettivo mittente. Per un approfondimento sul tema, cfr. D. GAMMALDI, C. IACOMINI, *Mutamenti del mercato dopo la PSD2*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia, Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento, fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, a cura di F. Maimeri e M. Mancini, Roma, n. 87/2019, 124 ss.

[45] Prima dell'introduzione della PSD2, infatti, i TPP svolgevano la propria attività facendo ricorso al cosiddetto *screen scraping*, ovvero utilizzavano le credenziali fornite direttamente

comunicazione tra gli intermediari, le cui caratteristiche, come già sottolineato, sono fissate dalle disposizioni del Regolamento n. 389/2018.

Senza entrare nei dettagli tecnici della questione [46], si osserva che, in linea generale e in ossequio al principio di neutralità tecnologica, ai PSP di radicamento del conto è imposto di predisporre spazi aperti di comunicazione con i TPP; questi spazi, secondo quanto specificato dalla normativa regolamentare, sono costituiti da un'apposita interfaccia digitale (*Application Programming Interface – API*) che permette la comunicazione con i TPP e uno scambio sicuro delle informazioni necessarie per l'esecuzione del loro servizio [artt. 30 – 36, Regolamento (Ue) 389/2018].

Per quanto riguarda, invece, il trattamento dei dati personali dei clienti [47], la PSD2, prevede due regole di carattere generale, cioè che il trattamento dei dati personali dei clienti da parte dei PSP è autorizzato se necessario per prevenire ed individuare casi di frode – rimandando, per quel che riguarda l'informativa sul trattamento da fornire all'utente, alla normativa in materia (art. 94, par. 1, PSD2) [48] – e che il trattamento e la conservazione dei dati devono essere funzionali all'esecuzione dell'operazione ed espressamente autorizzati dall'utente (art. 94, par. 2, PSD2).

A tali disposizioni, valevoli per tutti gli intermediari, si affiancano quelle riguardanti solo i TPP. Per questi, come sopra accennato, è stato specificato

---

dall'utente per accedere ai conti di pagamento tramite l'interfaccia predisposta dalla banca; in questo modo, il PSP di radicamento del conto non poteva sapere se l'operazione era stata eseguita dall'utente o da un terzo soggetto. Oggi tale modalità operativa è vietata e i TPP nell'eseguire l'autenticazione devono anche indicare se agiscono in veste di PISP o di AISP. L'identificazione del TTP permette, quindi, l'individuazione dei diversi operatori che hanno partecipato all'operazione, circostanza particolarmente rilevante in ordine ai problemi dell'allocazione del rischio e della responsabilità.

[46] Per un approfondimento, cfr. C. FRIGERIO, *Le nuove tendenze nei servizi di pagamento*, in *Le attuali sfide del sistema bancario, Congiuntura e tecnologia, Osservatorio monetario,* Milano, 1/2019, 38 ss.; D. GAMMALDI, C. IACOMINI, (nt. 44), 124 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Impostazione sistematica della Psd2*, in *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento degli interessi della Psd2*, a cura di C. Paglietti e I. Vangelisti, Roma, Roma Trepress, 2020, 13 ss.

[47] Di tale tema, con specifico riferimento ai dati relativi ai pagamenti, si parlerà nel successivo paragrafo.

[48] La PSD2, emanata nel 2015, rimanda alla Direttiva (Ce) 95/46 oggi abrogata dal Regolamento GDPR e, di conseguenza, per ciò che riguarda gli obblighi informativi gravanti sull'intermediario deve farsi riferimento a quest'ultima normativa e al d.lgs. n. 101/2018, emanato per riformare ed adeguare alle nuove disposizioni del Regolamento le norme contenute nel d.lgs. n. 196/2003 (Codice della Privacy).

che l'uso, la conservazione e l'accesso ai dati del cliente deve essere limitato all'esecuzione dell'operazione richiesta; pertanto, non possono essere chiesti dati diversi da quelli necessari all'esecuzione della stessa, né i dati comunicati possono essere utilizzati per fini diversi dal servizio richiesto dall'utente. In particolare, per ciò che riguarda i *dati sensibili relativi ai pagamenti* – ovvero «dati che possono essere usati per commettere frodi, incluse le credenziali di sicurezza personalizzate» [49] – questi non possono essere richiesti, nel caso degli AISP, o conservati, nel caso dei PISP; tali dati, pertanto, sono oggetto di una particolare tutela da parte del legislatore.

Il quadro normativo qui delineato, suggerisce alcune preliminari osservazioni, punto di partenza per successive riflessioni. Innanzitutto, emerge chiaramente la volontà del legislatore di incentivare l'utilizzo di servizi sempre più innovativi e, a tal fine, la PSD2 mira a favorire lo scambio di dati e informazioni tra gli intermediari facilitando il più possibile l'accesso ai conti e ai relativi dati da parte dei TPP. Tuttavia, come già sottolineato, i dati degli utenti non rilevano solamente in ordine al servizio di pagamento prestato dall'intermediario, ma rappresentano una risorsa produttiva nell'ambito dell'attività bancaria/finanziaria, visto che costituiscono un importante strumento per individuare le preferenze di spesa, i gusti, la personalità e le scelte economiche di un individuo, permettendone una profilazione sempre più precisa; di conseguenza, possono essere utilizzati per finalità ulteriori rispetto alla mera esecuzione dell'operazione, nei termini che si preciseranno più avanti.

In quest'ottica, il profilo su cui si vuole porre l'attenzione, in relazione all'interferenza tra la normativa settoriale della PSD2 e quella generale del GDPR, riguarda la sussistenza o meno di limiti al trattamento dei dati personali di cui i PSP e i TPP entrano in possesso in funzione della loro attività.

4. *Dati personali dell'utente dei servizi di pagamento e GDPR.*

Per esaminare correttamente tali questioni è necessario svolgere alcune considerazioni preliminari sul Regolamento n. 679/2016 (GDPR), per chiarire prima quali dati relativi ai pagamenti devono essere considerati dati personali dell'utente, poi quale sia il ruolo assunto rispettivamente dal PSP di radicamento del conto e dai TPP (PISP e AISP) in ordine al trattamento degli stessi

[49] V. art. 4, par. 1, n. 32, PSD2, dove si specifica che in relazione ai PISP e agli AISP il nome del titolare del conto e il numero del conto non costituiscono dati sensibili relativi ai pagamenti.

nel momento in cui l'utente si avvale del servizio di disposizione di ordini di pagamento o di quello di informazione sui conti.

L'attenzione del legislatore al tema del trattamento dei dati personali dell'individuo non è recente [50] e le disposizioni dei precedenti testi normativi sul tema non sono andate esenti da dubbi e critiche [51]. In proposito, si deve sottolineare che l'avvento della tecnologia informatica ha determinato un'evoluzione della nozione di *privacy* e del correlato diritto alla riservatezza, che oggi non possono più intendersi solo come una prerogativa assoluta dell'individuo di impedire che alcune informazioni relative alla sua persona vengano divulgate a terzi, ma devono essere lette tenendo presente l'importanza acquisita dall'informazione in sé nel circuito economico [52]; la condivisione di alcuni

[50] Il diritto alla protezione dei dati personali è stato oggetto di diversi interventi normativi tra i quali si ricorda, innanzitutto, la Direttiva (Ce) 95/46, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati. La direttiva è stata attuata in Italia con la l. n. 679/1996, successivamente sostituita dal d.lgs. n. 196/2003 (Codice della privacy). La Direttiva apre le porte ad una nuova concezione dei dati personali in quanto riconosce l'importanza che essi rivesto per il funzionamento e lo sviluppo della vita economica e sociale di uno stato. Il quadro legislativo è stato completato dalla Direttiva (CE) 2002/58 relativa al trattamento dei dati personali e alla tutela della vita privata nel settore delle comunicazioni elettroniche, successivamente modificata dalla Direttiva (Ce) 2009/136.

Il progressivo e rapido sviluppo della tecnologia ha, tuttavia, reso le regole della Direttiva del 1995 inidonee a disciplinare fenomeni come il trattamento automatizzato e a garantire una tutela piena ed efficace della persona fisica; di conseguenza, è emersa l'esigenza di riformare il sistema normativo relativo alla protezione dei dati personali, riforma che si è realizzata con l'emanazione del Regolamento (Ue) 2016/679 (GDPR), attuato in Italia con il d.lgs. n. 101/2018. Sulle tappe normative che hanno segnato la disciplina sul trattamento dei dati personali, cfr. A.R. RICCI, *Sulla "funzione sociale" del diritto alla protezione dei dati personali,* in *Contr. impr.*, 2017, 586 ss.

[51] Per un'esaustiva panoramica sull'evoluzione del concetto di *privacy* e dei punti più importanti della disciplina precedente all'introduzione del GDPR, cfr. V. CUFFARO, *Il diritto europeo sul trattamento dei dati personali*, in *Contr. impr.*, 2018, 1098 ss.; più recentemente, ID. *Il diritto europeo sul trattamento dei dati personali e la sua applicazione in Italia: elementi per un bilancio ventennale*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 3 ss.; M. GIORGIANNI, *Il "nuovo" diritto alla portabilità dei dati personali. Profili di diritto comparato,* in *Contr. impr.,* 2019, 1387 ss..

[52] Come evidenziato da V. CUFFARO, *Il diritto europeo* (nt. 51), 1101, «… l'avvento di Internet con la diffusione dei motori di ricerca e la proliferazione dei social network sono accadimenti che hanno determinato una sostanziale modifica dell'angolo prospettico per ciò che hanno portato al centro dell'attenzione non più quelle informazioni sulla persona che potevano rivestire interesse per la cronaca e che, in quanto notizie, riguardavano un numero ristretto di individui, bensì tutte quelle informazioni, anche minute e di per sé scarsamente significative, che riguardano ognuno e che necessariamente e costantemente vengono messe in circolazione

dati personali dell'individuo è, infatti, necessaria per lo svolgimento di molte attività, sia nel campo scientifico, sia nel campo economico, e per poter usufruire di alcuni servizi (si pensi al cosiddetto *e-commerce*). Di conseguenza, quando si parla di *privacy*, oggi, si deve intendere il diritto dell'individuo non già ad una riservatezza assoluta sulle informazioni che lo riguardano, quanto piuttosto alla possibilità di controllarne l'utilizzo da parte di terzi e ad essere tutelato da eventuali abusi [53].

Il diritto alla protezione dei dati personali, pertanto, non è più «una prerogativa assoluta, ma va considerato alla luce della sua funzione sociale e va contemperato con altri diritti fondamentali, in ossequio al principio di proporzionalità» (Considerando n. 4, GDPR) [54]. Si tratta, quindi, di trovare un bilanciamento tra l'interesse individuale e quelli collettivi [55] non solo nell'ambito

in un sistema economico e sociale che affida all'informatica e a internet lo svolgimento delle attività pubbliche e private».

[53] Il Considerando n. 6 sottolinea che «… *la tecnologia ha trasformato l'economia e le relazioni sociali e dovrebbe facilitare ancora di più la libera circolazione dei dati personali all'interno dell'Unione e il loro trasferimento verso paesi terzi ed organizzazioni internazionali, garantendo al tempo stesso un elevato livello di protezione dei dati personali*».

[54] Sul punto, A.R. RICCI, (nt. 50), 600, chiarisce che il diritto alla protezione dei dati personali è assoluto in quanto è riconosciuto a chiunque, garantito solamente alla persona a cui i dati si riferiscono e vantabile nei confronti di tutti; è relativo nel senso che ad esso possono essere posti vincoli esterni tali da limitare l'esercizio delle pretese della persona. Secondo l'Autrice la relatività non è riferibile al diritto in sé ma al contenuto del diritto che deve essere bilanciato con i valori collettivi e tale bilanciamento può portare ad una restrizione dei poteri riconosciuti al titolare del diritto stesso. In questo senso deve essere interpretato il riferimento alla funzione sociale contenuto nel Considerando n. 4 del GDPR; infatti, la "funzione sociale" diventa il limite alle pretese vantabili dall'individuo in relazione ai propri dati personali e il parametro per coordinare tra di loro le pretese dell'interessato, gli interessi del titolare del trattamento e le esigenze avvertite dalla società.

[55] In relazione a ciò, si ricorda che l'art. 5 del GDPR, titolato Principi applicabili al trattamento dei dati personali, stabilisce espressamente che «*I dati personali sono: a) trattati in modo lecito, corretto e trasparente nei confronti dell'interessato (liceità, correttezza e trasparenza); b) raccolti per finalità determinate, esplicite e legittime e successivamente trattati in modo che non sia incompatibile con tali finalità; un ulteriore trattamento dei dati personali a fini di archiviazione nel pubblico interesse, di ricerca scientifica o storica o a fini statistici non è, conformemente all'articolo 89, par. 1, considerato incompatibile con le finalità iniziali (limitazione della finalità); c) adeguati, pertinenti e limitati a quanto necessario rispetto alle finalità per le quali sono trattati (minimizzazione dei dati); d) esatti e, se necessario, aggiornati; devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per cancellare o rettificare tempestivamente i dati inesatti rispetto alle finalità per le quali sono trattati (esattezza); e) conservati in una forma che ne consenta l'identificazione degli interessati per un arco di tempo non superiore al conseguimento delle finalità per le quali sono trattati; i dati personali possono essere conservati per periodi più lunghi a con-*

dell'esercizio delle attività imprenditoriali ed economiche [56] ma anche dell'uso

dizione che siano trattati esclusivamente a fini di archiviazione nel pubblico interesse, di ricerca scientifica o storica o a fini statistici conformemente all'articolo 89, par. 1, fatta salva l'attuazione di misure tecniche ed organizzative a tutela dei diritti e delle libertà dell'interessato (limitazione della conservazione); f) trattati in maniera da garantire un'adeguata sicurezza dei dati personali, compresa la protezione, mediante misure tecniche ed organizzative adeguate, da trattamenti non autorizzati o illeciti e dalla perdita, dalla distruzione o dal danno accidentali (integrità e riservatezza)» (par. 1). «*Il titolare del trattamento è competente per il rispetto del paragrafo 1 e in grado di comprovarlo (responsabilizzazione*)» (par. 2). In proposito, è stato osservato (M. DELL'UTRI, *Principi generali e condizioni di liceità del trattamento dei dati personali,* in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 179 ss.), come l'art. 5, indicando le modalità che devono caratterizzare l'esercizio dell'attività di trattamento finisca per individuare veri e propri obblighi per il titolare la cui violazione lo espone all'applicazione di sanzioni.

Il legislatore, pertanto, da un parte riconosce l'utilità economica e sociale dei dati personali – utilità che rende necessario limitare in alcuni casi il diritto dell'individuo alla loro protezione – dall'altro, segna i confini entro cui il trattamento può essere lecitamente eseguito; infatti, le limitazioni al pieno esercizio del diritto alla protezione dei dati possono essere imposte solo se «necessarie allo scopo, commisurate ed adeguate al suo conseguimento, proporzionate nei loro effetti con riguardo sia ai vantaggi sia ai pregiudizi che ne derivano», [in questo senso, A. R. RICCI, (nt. 50), 601].

[56] Secondo il Considerando n. 9 del GDPR, la protezione dei dati personali non può diventare un ostacolo alla libera circolazione dei dati o falsare la concorrenza. Come sottolineato da G. LA ROCCA, (*Trattamento dei dati personali e attività bancaria*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 299 ss.), il legislatore è consapevole che la conoscenza dei dati personali costituisce un elemento molto rilevate nell'esercizio delle attività produttive; in ragione di ciò, il GDPR non si oppone all'utilizzo dei dati personali nell'ambito dell'esercizio dell'impresa, ma focalizza l'attenzione sul diritto di ogni individuo ad un trattamento dei propri dati lecito, corretto e trasparente (sul tema cfr. anche, F. BRAVO, *Il "diritto" a trattare dati personali nello svolgimento dell'attività economica*, Padova, Cedam, 2018, 107 ss.).

In relazione al problema del bilanciamento tra la prerogativa dell'individuo di mantenere riservate alcune informazioni riguardanti la sua persona e l'interesse all'utilizzo di tali dati nell'ambito dell'esercizio dell'attività economica, cfr. Cass., 17 luglio 2015, n. 15096 (in *Giur. it.*, 2015, 2651, con nota di A. MANTELERO, *Diritto all'oblio e pubblicità nel registro delle imprese* e A.R. RICCI, *Pubblicità nel registro delle imprese e diritto alla protezione dei dati personali. Alcune riflessioni a margine di una recente sentenza di Cassazione, in attesa della decisione della Corte di Giustizia dell'Unione Europea*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.giustiziacivile.com, *Approfondimenti*, 2016), in cui l'interesse di terzi ad essere informati sui dati dell'imprenditore, alla cui realizzazione è preposto il registro delle imprese, è stata oggetto di bilanciamento con la pretesa dell'imprenditore, amministratore unico della società fallita, alla cancellazione dei suoi dati dal registro per evitare che la sua immagine subisse un pregiudizio derivante dall'associazione del suo nome alla società fallita. La questione è stata, quindi, sottoposta all'attenzione della Corte di Giustizia Europea (sentenza 9 marzo 2017, C-398/2015, *Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura di Lecce v. Salvatore*

a fini scientifici dei dati personali (per es. a fini di ricerca e studio in campo sanitario) [57].

Ora, ai fini che qui interessano, si devono, innanzitutto, individuare quali siano i dati utilizzati dai PSP e dai TPP, rientranti nella categoria dei dati personali.

In proposito, l'art. 4, par. 1, n. 1, GDPR, definisce dato personale «qualsiasi informazione riguardante una persona fisica identificata o identificabile (interessato)» e chiarisce che «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» [58]. Da tale definizione – che mette in rilievo come la principale caratteristica dei dati personali sia quella di fornire informazioni che qualificano e permettono di individuare una persona fisica - si può sin da subito dedurre che i dati relativi ai pagamenti sono dati personali nella misura in cui consentono l'identificazione degli utenti del servizio, cioè del pagatore e del beneficiario. Pertanto, rientrano nella categoria dei dati personali, non solo i dati, non direttamente inerenti ai pagamenti, che identificano il pagatore e il beneficiario del pagamento (ovvero, a titolo esemplificativo, il nome, il numero di telefono, la residenza, l'indirizzo di posta elettronica etc..), ma anche dati specificamente attinenti all'ambito dei servizi di pagamento come l'identificativo unico bancario (IBAN), ovvero «la combinazione di lettere, numeri o simboli che il prestatore di servizi di pagamento indica all'utente dei servizi di pagamento e che quest'ultimo deve fornire per identificare con chiarezza un altro utente del servizio di pagamento e/o il conto di pagamento dell'altro utente del servizio di pagamento per un'operazione di pagamento» (art. 4, par. 1, n. 33, PSD2).

Manni, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2016, I, 621, con nota di G. CARRARO, *Pubblicità commerciale e "diritto all'oblio" nella prospettiva dei diritti dell'uomo*) e risolta, nel caso di specie, nel senso che il legittimo interesse dei terzi ad essere informati sulle vicende della società avesse una rilevanza maggiore rispetto alla richiesta dell'amministratore di esercitare il proprio "diritto all'oblio".

[57] Si pensi all'attuale dibattito sull'App "Immuni", elaborata per tracciare i contatti dei soggetti risultati positivi al Covid-19, che ha posto la questione del bilanciamento tra il diritto del singolo a non far conoscere i propri spostamenti e l'interesse collettivo a poter controllare il diffondersi tra la popolazione del virus.

[58] La definizione riportata deve essere integrata con alcuni riferimenti contenuti nei Considerando nn. 30, 57 e 64 che forniscono utili indicazioni per chiarire quali elementi rientrino in tale definizione relativamente agli identificativi e ai servizi *on line*.

La conclusione che i dati relativi ai pagamenti rilevassero come dati personali era stata raggiunta anche dalla giurisprudenza precedente l'introduzione della PSD2; infatti, in diverse pronunce relative a casi di operazioni non autorizzate, l'intermediario è stato condannato ai sensi dell'art. 15, Codice della privacy (d.lgs. n. 196/2003) per essere venuto meno ai propri obblighi professionali e aver permesso un utilizzo illecito dei dati personali del cliente [59].

Un discorso a parte meritano i dati considerati dalla PSD2 *dati sensibili relativi ai pagamenti*, ovvero quei dati ritenuti particolarmente importanti perchè la loro appropriazione da parte di terzi estranei espone l'utente ad un concreto rischio di frode; di conseguenza, il legislatore ha previsto regole particolarmente restrittive per quanto riguarda il loro utilizzo da parte dei TPP [art. 66, par. 2, lett. e) e art. 67, par. 2, lett. e), PSD2]. In proposito, si deve ricordare che l'evoluzione tecnologica ha permesso l'elaborazione di sistemi di sicurezza basati anche su elementi relativi a caratteristiche biologiche dell'individuo (rientranti nella categoria dell'inerenza), come ad esempio le sue impronte digitali. Tale circostanza fa sì che, anche in questo caso, la disciplina di settore

[59] Si segnalano, per la giurisprudenza di merito, Trib. Palermo, 12 gennaio 2012 e Trib. Verona, 15 marzo 2012, entrambe reperibili in internet al seguente indirizzo: http://www.iusexplorer.it, e Trib. Roma, 31 agosto 2016, n. 16211, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.iusexplorer.it; e per la giurisprudenza di legittimità, Cass., 25 maggio 2016, n. 10638, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.neldiritto.it, la quale nel ricostruire la responsabilità dell'intermediario ai sensi dell'art. 15, Codice della privacy, sottolinea che essa è coerente con quanto disposto dal d.lgs. n. 11/2010 in ordine all'obbligo dell'intermediario di garantire che i dispositivi di sicurezza e le credenziali personalizzate non siano accessibili a soggetti diversi dal legittimo titolare; Cass., 3 febbraio 2017, n. 2950, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.dirittobancario.it. In tali vicende, le corti di legittimità, partendo dal rinvio fatto dall'art. 15 del Codice della privacy alla disciplina dell'art. 2050 c.c. avevano individuato nella banca la titolare del trattamento dei dati personali del cliente e l'avevano condannata al risarcimento del danno patito dall'utente per non aver adempiuto ai doveri di sicurezza imposti dall'art. 31 del codice stesso. Sul tema, cfr. R. FRAU, *Responsabilità civile della banca per operazioni di home banking disconosciute dal cliente*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, 853; e recentemente, ID., *Il trattamento dei dati personali nell'attività bancaria*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 627 ss.

Le decisioni riportate sono particolarmente interessanti in quanto pongono l'attenzione sul fatto che l'appropriazione indebita delle credenziali personalizzate e dei codici segreti dell'utente può causare non solo l'esecuzione di un'operazione non autorizzata – con le relative conseguenze in termini di riparazione del pregiudizio patito dall'utente secondo le norme specifiche della PSD2 – ma configurare anche una delle fattispecie previste dal par. 2 dell'art, 32, GDPR (ovvero la distruzione, la perdita, la modifica, la divulgazione non autorizzata) o, un utilizzo illecito degli stessi, da cui deriva la responsabilità del titolare del trattamento, ovvero l'intermediario, ai sensi e per gli effetti dell'art. 82, GDPR.

si sovrapponga a quella più generale del GDPR, dato che l'art. 9 di quest'ultimo inserisce i dati biometrici [60] tra le categorie particolari di dati [61], per i quali è previsto un generale divieto di eseguire il trattamento (par. 1), se non nei casi espressamente previsti dal legislatore [par. 2, lett. a-j)]. Pertanto, nel caso in cui il sistema di sicurezza dell'intermediario preveda l'utilizzo di dati biometrici come credenziali di sicurezza personalizzate dell'utente, questi sono soggetti ad una disciplina più restrittiva in quanto, per la PSD2, devono essere inclusi tra i dati sensibili (relativi ai pagamenti) e per il GDPR tra i dati il cui utilizzo, come si vedrà, è in linea di principio vietato.

5. Segue*: il ruolo del PSP di radicamento del conto e dei TPP nel trattamento dei dati personali.*

Un secondo aspetto da chiarire riguarda il ruolo assunto dal PSP di radicamento del conto e dai TPP in ordine al trattamento dei dati personali dell'utente che si avvalga del servizio di disposizione di ordini di pagamento o di quello di informazione sui conti.

Com'è noto, il GDPR ha riformulato la nozione di *titolare del trattamento*, figura fondamentale nella disciplina del trattamento dei dati personali e, perciò, centro d'imputazione d'interessi, decisioni e responsabilità (art. 4, par. 1, n. 7) [62]. La sua presenza è sempre necessaria visto che, salva espressa deroga

---

[60] I dati biometrici sono definiti come «*i dati personali ottenuti da un trattamento tecnico scientifico, relativi alle caratteristiche fisiche, fisiologiche o comportamentali di una persona fisica che ne consentono o confermano l'identificazione univoca, quali l'immagine facciale o i dati dattiloscopici*» (art. 4, par. 1, n. 14, GDPR). Per un approfondimento sulle caratteristiche tecniche e le questioni giuridiche legate ai dati biometrici, cfr. R. DUCATO, *I dati biometrici*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 1285 ss., la quale sottolinea che, nonostante l'art. 9 sembri limitare l'applicazione di una tutela rafforzata solamente ai dati biometrici finalizzati ad identificare in maniera univoca un individuo, tuttavia, tale tutela dovrebbe essere riconosciuta a tutti i dati biometrici, indipendentemente dalle finalità con essi perseguite, in quanto i dati hanno un collegamento irreversibile con l'identità di ogni singolo individuo.

[61] Sono inoltre considerati dati particolari, quelli che rivelino l'origine razziale o etnica, le opinioni politiche, le convinzioni religiose o filosofiche, i dati genetici, i dati relativi alla salute o alla vita sessuale o all'orientamento sessuale della persona (art. 9, par. 1, GDPR). Per un approfondimento sul tema, cfr. M. GRANIERI, *Il trattamento di categorie particolari di dati personali nel Reg. 2016/679*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 165 ss.

[62] L'art. 4, par. 1, n. 7, GDPR definisce il titolare del trattamento «*la persona fisica o giuridica, l'autorità pubblica, il servizio o altro organismo che, singolarmente o insieme ad altri,*

di legge, ogni qual volta vi sia un trattamento di dati di persone fisiche deve essere nominato un titolare. La sua principale prerogativa è l'autonomia, in quanto al titolare è espressamente attribuito l'esclusivo potere di determinare le finalità e i modi del trattamento. Proprio perché è lui a stabilire gli scopi per cui si svolge il trattamento e i metodi per eseguirlo, il legislatore gli impone una serie di obblighi sia di carattere generale sia specifici.

In breve, i primi si desumono dai principi elencati nell'art. 5, par. 1, del GDPR che – come si è accennato – sebbene si riferiscano al trattamento identificano, di fatto, veri e propri obblighi per il titolare [63] al quale è richiesto non solo di osservarli ma anche e soprattutto di essere in grado di provarne il rispetto (art. 5, par. 2) [64]. Tra i principali obblighi specifici, invece, vi sono: quelli di comunicazione e informazione [65] sia nei confronti dell'interessato (artt. 13-22 e art. 34, GDPR) [66] sia nei confronti dell'Autorità Garante (art. 33,

determina le finalità e i mezzi del trattamento di dati personali; quando le finalità e i mezzi di tale trattamento sono determinati dal diritto dell'Unione o degli Stati membri, il titolare del trattamento o i criteri specifici applicabili alla sua designazione possono essere stabiliti dal diritto dell'Unione o dagli Stati membri».

[63] Gli obblighi del titolare, desumibili dai principi espressi dall'art. 5, in alcuni casi prevedono specifiche prestazioni, come ad esempio il dovere di aggiornare, attraverso cancellazione o rettifica, i dati inesatti dell'interessato, in modo da garantire che le informazioni siano sempre esatte; in altri casi, invece, la norma si limita ad indicare gli obiettivi che devono essere raggiunti, ma senza indicazione dei mezzi da adottare per ottenerli e, di conseguenza, la scelta dei mezzi maggiormente idonei al conseguimento del risultato è rimessa alla valutazione del titolare. Cfr. anche nt. n. 55.

[64] In relazione a ciò rileva il disposto del par. 1 dell'art. 24, GDPR, relativo alla responsabilità del titolare del trattamento, il quale specifica che il titolare del trattamento deve mettere in atto tutte le misure tecniche ed organizzative necessarie per garantire ed essere in grado di dimostrare che il trattamento è avvenuto secondo quanto prescritto dal Regolamento stesso.

[65] Conformemente al principio di trasparenza, le informazioni fornite devono essere facilmente accessibili e chiare in modo da permettere una comprensione facile ed immediata (Considerando n. 58).

[66] La trasparenza – annoverata espressamente per la prima volta nel Regolamento (Ue) 679/2016 – trova concreta applicazione in diversi obblighi imposti al titolare e disciplinati dagli artt. 12 – 22 GDPR. In particolare, in applicazione del principio di trasparenza, il titolare: deve adottare misure adeguate a fornire all'interessato le informazioni previste dagli artt. 13 e 14 (art. 12); deve indicare quali sono le informazioni e i dati a cui l'interessato ha il diritto di accedere (art. 15); deve informare l'interessato del suo diritto a chiedere ed ottenere la rettifica (art. 16) o la cancellazione dei dati che lo riguardano (art. 17) e di ottenere una limitazione al trattamento al ricorrere di determinate circostanze (art. 18); deve comunicare all'interessato eventuali rettifiche, cancellazioni o limitazioni del trattamento effettuate (art. 19). Inoltre, all'interessato è riconosciuto il diritto alla portabilità dei propri dati personali (art. 20); il diritto di opporsi al trattamento dei propri (art. 21) e il diritto a non essere sottoposto ad una decisione

GDPR)[67]; quelli inerenti la sicurezza che riguardano sia la predisposizione di misure preventive atte a garantirne un livello adeguato al rischio (art. 32)[68] sia condotte da porre in essere nel caso in cui vi sia stata una violazione dei dati personali.

basata unicamente su un trattamento automatizzato (art. 22). Sul principio di trasparenza, cfr. M. DELL'UTRI, (nt. 55) 199, il quale sottolinea che «la necessaria trasparenza dell'attività di trattamento significa che il rapporto che questo avvia, tra il titolare o il responsabile e l'interessato, è destinato ad articolarsi nel tempo in un gioco di reciproche interrelazioni, in cui, all'imposizione di obblighi di comportamento, di informazione, di aggiornamento e, in termini più generali, di disponibile apertura del responsabile, fa riscontro la sollecitazione, che il legislatore rivolge all'interessato, a interpretare la rivendicazione della tutela delle proprie prerogative in una forma, o dimensione, che ne richiedono l'attivazione in un quadro di strutturale partecipazione dinamica».

[67] L'art. 33, GDPR, al fine di garantire una tutela rafforzata e permettere alle autorità di controllo dei diversi Stati membri di essere aggiornate sulle violazioni dei dati personali e sui rischi che da essere derivano, impone al titolare di comunicare senza ritardo l'avvenuta violazione. Tale dovere costituisce una specificazione del più ampio obbligo di cooperare con l'Autorità espressamente previsto dall'art. 31, GDPR.

[68] Come già evidenziato, la sicurezza costituisce uno dei principi che devono ispirare il trattamento dei dati da parte del titolare che, per tutto il tempo in cui i dati rimangono in suo possesso, deve garantire la protezione degli stessi da trattamenti non autorizzati o illeciti e dalla perdita, dalla distruzione o dal danno accidentale [art. 5, par. 1, lett. f)]. Anche la disciplina del GDPR è, quindi, ispirata al principio "*same, business, same risk, same rules*" e, infatti, il primo paragrafo dell'art 32 specifica che il titolare nell'adottare le misure tecniche ed organizzative in grado di garantire un livello di sicurezza adeguato al rischio, deve tenere presenti la natura, l'oggetto, il contesto e le finalità del trattamento e del relativo rischio che può avere diversa probabilità e gravità; la valutazione di tali elementi deve essere svolta sin dal momento dell'ideazione e della progettazione di un trattamento così come esplicitamente disposto dall'art. 25 del GDPR. Infatti, come più volte sottolineato, uno degli elementi su cui si basa la disciplina della sicurezza del GDPR è costituito dalla tutela preventiva, basata sulla logica precauzionale di prevenzione del rischio; infatti «il focus normativo, precedentemente incentrato sulla legittimità del trattamento e sull'auto-determinazione del soggetto si è spostata sulla gestione del rischio» (C. CUPELLI, F. FICO, *I riflessi penalistici del Regolamento UE 2016/679 e le nuove fattispecie di reato previste nel Codice privacy dal d.lgs. n. 101/2018*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 1111; per un approfondimento sul tema della tutela preventiva, cfr. anche F. BRAVO, *L'"architettura" del trattamento e la sicurezza dei dati e dei* sistemi, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 775 ss.; A. MANTELERO, *Il nuovo approccio della valutazione del rischio nella sicurezza dei dati. Valutazione d'impatto e consultazione preventiva (artt. 32-39)*, in *Il nuovo Regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali, Le riforme del diritto italiano*, collana diretta da G. Finocchiaro, Bologna, Zanichelli, 2017, 3101 ss.; G. CODIGLIONE, *Risk based approch e trattamento dei dati personali*, in *La nuova disciplina europea della privacy*, a cura di S. Sica, V. D'Antonio, G. M. Riccio, Padova, Cedam, 2016, 55 ss.)

A tal proposito, al titolare è attribuito il potere di designare, nel caso sia necessario, un *responsabile del trattamento*, ovvero «la persona fisica o giuridica, l'autorità pubblica, il servizio o l'ente che tratta dati personali per conto del titolare del trattamento» (art. 4, par. 1, n. 8, GDPR). La definizione evidenzia che la principale caratteristica dell'attività svolta da questo soggetto è la strumentalità [69]; il responsabile, infatti, non è una figura autonoma ma deve svolgere la propria attività seguendo le finalità e le istruzioni impartite dal titolare e, di conseguenza, può essere considerato un collaboratore ausiliario di quest'ultimo, in nome e per conto del quale agisce (artt. 28-30, GDPR) [70]. Tale

[69] Il rapporto tra titolare e responsabile del trattamento si instaura tramite contratto o altro atto giuridico dell'Unione europea, redatto in forma scritta o in formato elettronico, il cui contenuto è in parte indicato direttamente dal legislatore. Infatti, l'art. 28, par. 3, stabilisce che con il contratto vengono indicati la materia disciplinata e la durata del trattamento, la natura e le finalità del trattamento, il tipo di dati personali e le categorie di interessati, gli obblighi e i diritto del titolare del trattamento. In particolare, il contratto deve prevedere che il responsabile del trattamento: «*a) tratti i dati personali soltanto su istruzione documentata del titolare del trattamento, anche in caso di trasferimento di dati personali verso un paese terzo o un'organizzazione internazionale, salvo che lo richieda il diritto dell'Unione o nazionale cui è soggetto il responsabile del trattamento; in tal caso, il responsabile del trattamento informa il titolare del trattamento circa tale obbligo giuridico prima del trattamento, a meno che il diritto vieti tale informazione per rilevanti motivi d'interesse pubblico; b) garantisca che le persone autorizzate al trattamento dei dati personali si siano impegnate alla riservatezza o abbiamo un adeguato obbligo legale di riservatezza; c) adotti tutte le misure richieste ai sensi dell'articolo 32; d) rispetti le condizioni di cui ai paragrafi 2 e 4 per ricorrere ad un altro responsabile del trattamento; e) tenendo conto della natura del trattamento, assista il titolare del trattamento con misure tecniche ed organizzative adeguate, nella misura in cui ciò sia possibile, al fine di soddisfare l'obbligo del titolare del trattamento di dare seguito alle richieste per l'esercizio dei diritti dell'interessato di cui al capo III; f) assista il titolare del trattamento nel garantire il rispetto degli obblighi di cui agli articoli da 32 a 36, tenendo conto della natura del trattamento e delle informazioni a disposizione del responsabile del trattamento; g) su scelta del titolare del trattamento, cancelli o gli restituisca tutti i dati personali dopo che è terminata la prestazione dei servizi relativi al trattamento e cancelli le copie esistenti, salvo che il diritto dell'Unione o degli Stati membri preveda la conservazione dei dati; e h) metta a disposizione del titolare del trattamento tutte le informazioni necessarie per dimostrare il rispetto degli obblighi di cui al presente articolo e consenta e contribuisca alle attività di revisione, comprese le ispezioni, realizzate dal titolare del trattamento o da un altro soggetto da questi incaricato*». Le disposizioni riportate evidenziano come il responsabile svolga un'attività di ausilio e supporto a quella del titolare e, pertanto, non autonoma ma indirizzata dalle direttive del titolare, che risponde anche del trattamento eseguito tramite il responsabile.

[70] Il responsabile del trattamento, sebbene non sia una figura sempre necessaria come quella del titolare, riveste indubbiamente un'importanza pratica considerevole; in ragione di ciò, l'art. 28 del Regolamento (Ue) 679/2016 riserva tale ruolo a soggetti in possesso di specifiche competenze tecniche in grado di garantire che il trattamento venga effettuato conformemente al GDPR. Per un

ruolo trova ulteriore conferma nel fatto che la determinazione da parte del responsabile delle finalità e dei mezzi del trattamento ha come conseguenza l'assunzione da parte sua della veste di titolare del trattamento (art. 28, par. 10, GDPR) con l'applicazione della relativa disciplina. In sostanza, il responsabile che non abbia adempiuto ai propri obblighi di collaborazione nei confronti del titolare o si sia discostato dalle indicazioni ricevute è ritenuto dal legislatore un titolare di fatto.

L'individuazione dei ruoli rivestiti dai soggetti coinvolti nel trattamento dei dati personali dell'interessato rileva, soprattutto, ai fini dell'eventuale ripartizione di responsabilità nei rapporti interni. Infatti, mentre, per garantire una tutela rafforzata dell'interessato, l'art. 82, paragrafi 1 e 4, GDPR, prevede una responsabilità solidale del titolare e del responsabile del trattamento nei confronti dell'interessato che abbia subito un danno a causa dell'illegittimo trattamento, nei rapporti interni rileva il ruolo rivestito. Infatti, il par. 2 del medesimo articolo specifica che il titolare risponde del danno cagionato dal suo trattamento che violi le norme del GDPR, mentre il responsabile può essere chiamato a rispondere del danno patito dall'interessato solo se abbia violato gli obblighi su di lui gravanti *ex lege* o abbia agito in modo difforme o contrario rispetto alle legittime istruzioni impartitegli dal titolare.

Pertanto, il titolare è responsabile sia del trattamento illegittimo che egli abbia effettuato direttamente, sia di quello che altri abbiano effettuato per suo conto, in quanto è al titolare che il GDPR attribuisce il potere decisorio sulle finalità e sui mezzi del trattamento; di conseguenza, il responsabile che si sia attenuto alle disposizioni impartitegli dal titolare e ai propri obblighi di legge, potrà agire in via di regresso nei confronti del titolare, ai sensi dell'art. 82, par. 5, GDPR, nel caso in cui abbia dovuto pagare il risarcimento del danno patito dall'interessato [71].

---

approfondimento sulla figura del responsabile del trattamento e sui suoi rapporti con il titolare, cfr. D. FARACE, *Titolare e responsabile*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 73 ss.; L. GRECO, *I ruoli: titolare e responsabile*, in *Il nuovo regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali, Le riforme del diritto italiano*, opera diretta da G. Finocchiaro, Bologna, Zanichelli, 2017, 251 ss.; E. PELINO, *I soggetti del trattamento*, in *Il Regolamento Privacy europeo. Commentario alla nuova disciplina sulla protezione dei dati personali*, di E. Pelino, L. Bolognini, C. Bistolfi, Milano, Giuffrè, 2016, 120 ss.; F. PIRAINO, *Il regolamento generale sulla protezione dei dati personali e i diritti dell'interessato*, in *Nuove leggi. civ.comm.*, 2017, 377.

[71] La scelta del legislatore di esimere da responsabilità il responsabile che si sia attenuto alle disposizioni impartitegli dal titolare integra e completa la disposizione, contenuta nell'art. 28, par. 10, la quale attribuisce al titolare, che si sia discostato dalle indicazioni del titolare, il ruolo di titolare del trattamento. Infatti, come già sottolineato, il titolare è l'unico soggetto a

Relativamente all'identificazione degli intermediari (PSP di radicamento del conto e TPP) che possono assumere la veste di titolare del trattamento, è indubbio che nel momento in cui l'utente apre un conto corrente o un conto di pagamento presso un PSP, questi diventa il titolare del trattamento dei dati personali forniti dal cliente, mentre è più difficile individuare immediatamente il ruolo assunto dal TPP. Infatti, come più volte sottolineato, ai fini dell'esecuzione dell'operazione da parte dei TPP non è necessaria la sussistenza di un rapporto contrattuale tra questi e il PSP di radicamento del conto, ma è sufficiente che l'utente esprima il proprio consenso all'esecuzione dell'operazione. Ciò porta ad escludere che i TPP possano essere considerati, seppure limitatamente al momento dell'esecuzione dell'operazione, come collaboratori del PSP di radicamento del conto e, in quanto tali, assumere il ruolo di soggetti responsabili del trattamento. Tuttavia, i TPP, per quanto soggetti autonomi, svolgono un'attività accessoria a quella dei PSP e, sebbene l'operazione eseguita sia unica, si rende necessaria la collaborazione di entrambi gli intermediari; si instaura, perciò, un rapporto occasionale, che trova fonte nella volontà dell'utente e nella legge, e in cui ogni intermediario esegue il segmento di operazione di sua competenza. In altre parole, i due soggetti rimangono indipendenti uno dall'altro, nonostante l'obbligo di collaborazione.

Se questo è il quadro, si può ipotizzare che, nel momento in cui l'utente dispone un ordine di pagamento tramite PISP o si avvale dell'attività dell'AISP, anche questi soggetti diventino titolari del trattamento, così come il PSP di radicamento del conto.

A questo punto, l'alternativa è se si debba prospettare la costituzione di un rapporto di contitolarità, così come previsto dall'art. 26, GDPR o se si debba ritenere che gli stessi soggetti siano entrambi titolari ma autonomamente. L'art. 26, infatti, prevede che, nel caso in cui il trattamento sia affidato a più soggetti, questi determinino congiuntamente le finalità e i modi dello stesso [72] e che le ri-

cui è attribuito il potere di prendere decisioni circa le finalità e i mezzi per eseguire il trattamento e, di conseguenza, su di lui gravano i rischi connessi alle scelte prese nell'ambito dello svolgimento della propria attività.

[72] D. FARACE, (nt. 70), 752, riferisce che la contitolarità può essere solidale quando le finalità e i mezzi sono totalmente condivisi dai titolari, o parziaria, quando le decisioni relative al trattamento sono prese congiuntamente ma i contitolari partecipano con finalità e con mezzi distinti. Relativamente a quest'ultima ipotesi, si è posto il dubbio se la situazione di contitolarità abbia come conseguenza un'automatica estensione delle finalità di ogni titolare agli altri; la risposta preferibile sembra essere quella negativa [cfr. E. PELINO, (nt. 70), 137] e, pertanto, si deve ritenere che ad ogni titolare è riconducibile la propria finalità. Sul complesso rapporto tra contitolari, cfr. anche L. M. SALVIATI, *Sub. Art. 26*, in *GDPR e normativa privacy. Commentario*, a cura di M. Riccio, G. Scorza, E. Belisario, Milano, Wolters Kluwer, 2018, 260.

spettive responsabilità in merito all'osservanza delle norme del Regolamento siano poi fissate tramite un accordo interno, che rifletta in maniera trasparente i ruoli e i rapporti con gli utenti/interessati, accordo che deve essere messo a conoscenza di questi ultimi, in modo da permettere loro di individuare i soggetti che hanno eseguito il trattamento e i relativi obblighi. In relazione a ciò, si deve osservare che il contratto non ha funzione costitutiva del rapporto di contitolarità ma serve, invece, a individuare i rispettivi obblighi dei contitolari e a ripartire tra gli stessi le relative responsabilità (art. 26, par. 1). Il rapporto di contitolarità, pertanto, nasce dalla condivisione delle finalità o dalle comuni decisioni circa le modalità per eseguirlo e, di conseguenza, l'accordo tra i contitolari ha efficacia solamente nei rapporti interni, non rilevando nei confronti dell'interessato l'assetto organizzativo prescelto. Tale conclusione è confermata dal fatto che il legislatore offre comunque all'interessato la possibilità di esercitare i propri diritti nei confronti dell'uno o dell'altro titolare, indipendentemente da quanto stabilito nell'accordo stesso (art. 26, par. 3, GDPR) [73], senza che il titolare verso il quale egli ha agito possa opporgli la ripartizione di responsabilità in esso dedotta.

La contitolarità, quindi, ricorre qualora il PSP di radicamento del conto e i TPP determinino congiuntamente, almeno in parte, le finalità e i modi del trattamento dei dati dell'utente e raggiungano un accordo, circoscritto all'attività di trattamento dei dati personali, per stabilire i rapporti con l'utente e la ripartizione delle eventuali responsabilità (art. 26, par. 2). In mancanza di risultanze in tal senso, è da ritenere che ogni intermediario abbia autonomamente stabilito le finalità e i modi per eseguire il trattamento dei dati personali dell'utente e ciò anche in ragione del fatto che dalla disciplina di settore emerge chiaramente l'indipendenza di tali soggetti l'uno dall'altro, sia per ciò che riguarda l'aspetto organizzativo, sia per ciò che riguarda i rapporti con l'utente; di conseguenza, non vi è motivo di ritenere che – nonostante essi collaborino per una comune finalità, ovvero l'esecuzione dell'operazione richiesta dall'utente – vi sia una condivisione di finalità o strumenti del trattamento o di decisioni tra il PSP di radicamento del conto e i TPP [74] e, quindi, una situazio-

[73] Sul punto, cfr. L. M. SALVIATI, (nt. 72), 260.

[74] Il fatto che la contitolarità non sia determinata dall'accordo, ma si evinca dalle circostanze di fatto, rende più difficile per l'interessato distinguere tra le due fattispecie, soprattutto nel caso in cui la titolarità sia autonoma ma connessa (come nel caso di TPP e PSP di radicamento del conto). In relazione a quest'ultima si condivide l'opinione della dottrina (cfr., G. FINOCCHIARO, *Privacy e protezione dei dati personali. Disciplina e strumenti operativi*, Bologna, Zanichelli, 2012, 84) secondo cui in tale circostanza sarebbe utile che i titolari scegliessero tra di loro un referente cui l'interessato possa fare capo.

ne di contitolarità nel trattamento dei dati personali dell'utente.

In sintesi, nel momento in cui l'utente si avvale dell'attività di un PISP o di un AISP, anche questi ultimi diventano titolari del trattamento dei suoi dati personali e, di conseguenza, rispondono del trattamento dei dati di cui vengono a conoscenza in ragione della loro attività; dati che essi riceveranno in parte dall'utente stesso, in parte dal PSP di radicamento del conto su cui il servizio viene eseguito [75]. La collaborazione tra PSP di radicamento del conto e TPP legittima il trasferimento di dati dall'uno all'altro ma non determina, in linea di principio, una contitolarità nel trattamento, trattamento di cui rimangono entrambi titolari autonomi.

Tale conclusione ha dei riflessi non trascurabili, non nei rapporti esterni quanto in ordine all'eventuale ripartizione di responsabilità tra gli intermediari che intervengono nell'esecuzione del servizio richiesto. Infatti, nel caso in cui l'utente/interessato lamenti un pregiudizio dovuto alla violazione delle norme in tema di trattamento dei dati personali non rileva nei suoi confronti che il trattamento sia stato eseguito in regime di contitolarità oppure autonomamente dai singoli titolari, dato che vige il regime di solidarietà previsto dal par. 4 dell'art. 82, GDPR. Perciò all'utente è riconosciuta comunque una tutela rafforzata visto che egli potrà avvalersi della solidarietà anche quando vi sia una situazione di contitolarità ed egli sia, in ipotesi, in grado di individuare il contitolare a cui è riconducibile il trattamento che gli ha causato il danno.

Diversa è la situazione nei rapporti interni. Infatti, mentre nel caso della contitolarità, disciplinato dall'art. 26, i rispettivi obblighi e le rispettive responsabilità sono fissate nell'accordo, nel caso di trattamento autonomo da parte di più titolari si applicherà la disciplina dell'art. 82, par. 5 [76]. Questa si limita a stabilire che il pagamento dell'intero risarcimento da parte di uno dei titolari fa sorgere il suo diritto a reclamare nei confronti degli altri titolari coinvolti «la parte del risarcimento corrispondente alla loro parte di responsabilità». In relazione a ciò, si deve osservare che, in mancanza di indicazioni da parte del legislatore comunitario sui criteri da utilizzare per ripartire le responsabilità tra i titolari e di una

[75] La circostanza che il TPP riceva i dati direttamente dall'utente o dal PSP di radicamento del conto rileva ai fini dell'applicazione della disciplina riguardante l'informativa che il TPP/titolare deve fornire all'utente/interessato in relazione al trattamento dei dati personali. Nel primo caso, infatti, saranno applicabili le disposizioni dell'art. 13, nel secondo, invece, quelle contenute nell'art. 14, GDPR.

[76] Per un approfondimento sulla natura della responsabilità dei soggetti coinvolti nel trattamento e sul risarcimento, v. M. GAMBINI, *Responsabilità e risarcimento nel trattamento dei dati personali*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 1017 ss.

regolazione pattizia dei criteri stessi, si deve far riferimento alle norme di diritto comune e in particolare, con riferimento all'ordinamento nazionale, all'art. 1298, secondo comma, c.c. ai sensi del quale, le parti di ciascun obbligato solidale si presumono uguali se non risulta diversamente.

In entrambi i casi, quindi, il titolare che ha pagato l'intero risarcimento potrà agire in via di regresso nei confronti degli altri titolari partecipanti, ma con una significativa differenza. Infatti, nel caso di contitolarità *ex* art. 26, egli dovrà solamente dimostrare di aver adempiuto agli obblighi attribuitigli, in quanto l'entità delle singole responsabilità è stata già determinata nell'accordo; nel caso di titolari autonomi, invece, la presunzione di legge fa sì che il titolare possa chiedere ad ogni titolare coinvolto solamente la propria quota. Di conseguenza, per vincere la presunzione di legge, egli dovrà provare l'esclusivo o maggior grado di responsabilità di uno o più degli altri titolari coinvolti, secondo il principio di colpevolezza [77].

In conclusione, nel caso in cui l'utente si avvalga dell'attività dei TPP, si può ragionevolmente ipotizzare che si sia in presenza di titolarità autonoma sebbene connessa, stante la necessaria collaborazione tra questi e il PSP di radicamento del conto. Pertanto, nel caso in cui l'utente/titolare, subisca un danno conseguente al trattamento effettuato da entrambi gli intermediari egli potrà agire per l'intero ammontare del danno nei confronti dell'uno o dell'altro ai sensi dell'art. 82, par. 4, GDPR; l'intermediario che ha pagato il risarcimento avrà, poi, il diritto di agire in via di regresso nei confronti dell'altro intermediario ai sensi del par. 5 dell'art. 82 e nei termini sopra esaminati.

6. *Utilizzo e limiti al trattamento dei dati personali da parte degli intermediari.*

Sulla base delle conclusioni raggiunte, si può ora analizzare il problema dell'utilizzo e degli eventuali limiti al trattamento dei dati personali da parte dei PSP.

[77] Com'è noto, secondo gli orientamenti più accreditati, e per influenza della legislazione di origine comunitaria, si è assistito ad una riformulazione del concetto di colpevolezza, non più incentrato sulla valutazione di una condotta poco attenta ma sull'organizzazione poco efficiente del soggetto su cui gravano precisi obblighi riguardanti l'assetto organizzativo della propria impresa. In altre parole, la responsabilità di un soggetto che svolge attività d'impresa non deriva da una sua determinata condotta, ma dalle scelte in ordine all'organizzazione della propria impresa; pertanto, la condotta colpevole è identificata con la mancata adozione dei mezzi e di un'organizzazione idonei a prevenire i rischi correlati all'attività svolta.

Come precedentemente appurato, la normativa specifica sui servizi di pagamento della PSD2, circoscrive l'utilizzo dei dati dell'utente a ciò che è necessario per l'esecuzione del servizio e lo subordina al suo esplicito consenso, rimandando, per ciò che riguarda l'informativa e qualsiasi altro trattamento alla Direttiva (Ce) 95/46 all'epoca vigente ed oggi abrogata e sostituita dal Regolamento (Ue) 679/2016. Oltre a queste vengono in considerazione anche le norme specifiche per i PISP e gli AISP che restringono ancor di più le possibilità dei TPP di chiedere informazioni e dati non necessari all'esecuzione dell'operazione e ne vietano un utilizzo per fini diversi dall'esecuzione dei propri impegni contrattuali.

La disciplina di settore, pertanto, prevede un regime piuttosto rigido per gli intermediari; tuttavia, nella prassi si riscontra un utilizzo ben più ampio da parte dei PSP e dei TPP dei dati degli utenti, utilizzo la cui liceità deve essere verificata facendo riferimento anche alle disposizioni del GDPR.

In proposito, l'art. 6, GDPR, contempla una serie di circostanze (le cosiddette basi giuridiche) che legittimano il trattamento dei dati personali della persona fisica (consenso dell'interessato, esecuzione di un contratto, obbligo legale, salvaguardia di interessi vitali dell'interessato o di altra persona fisica, esecuzione di compiti d'interesse pubblico o connessi all'esercizio di pubblici poteri, interesse del titolare o di terzi). Fra queste assume un ruolo residuale il consenso. Infatti, ogni qual volta il trattamento non sia ricollegabile ad una delle altre basi giuridiche specificamente contemplate, il trattamento è ammesso previo consenso dell'interessato, purché esso sia riferito a finalità specifiche e determinate [78].

Venendo, quindi, all'attività dei PSP e dei TPP, tre sono le circostanze che implicano normalmente il trattamento dei dati personali dell'utente.

i) La prima è quando il trattamento dei dati personali dell'utente è necessario per l'esecuzione di un contratto di cui l'interessato è parte [art. 6, par. 1, lett. b)]; in questo caso, il trattamento può essere effettuato senza chiedere il suo preventivo consenso – da ritenersi implicito nella sottoscrizione del contratto – ed è funzionale alla realizzazione di quanto in esso stabilito. Di conseguenza, l'oggetto del contratto, ovvero l'esecuzione del servizio richiesto

[78] Il titolare deve optare per la base giuridica più idonea al trattamento che vuole porre in essere; la scelta ha un'importanza pratica non indifferente visto che ogni base giuridica risponde a condizioni specifiche e ha effetti differenti sui diritti dell'interessato. Il titolare deve, quindi, previamente valutare le finalità perseguite e gli obblighi su di lui gravanti in base alla scelta effettuata e ciò anche in considerazione del fatto che egli deve essere in grado di dimostrare la correttezza della propria scelta.

dall'utente, costituisce il limite entro cui può essere effettuato il trattamento e l'elemento da considerare per valutare l'adeguatezza, la pertinenza e la stretta necessità del trattamento stesso [79]. Tale base giuridica è, quindi, in linea con le disposizioni della PSD2 che circoscrivono l'accesso, l'utilizzo e la conservazione delle informazioni e dei dati, a quelli necessari per l'esecuzione del servizio che sia stato richiesto sia ai PSP sia ai TPP.

In proposito, si deve, però, osservare che mentre per il GDPR la legittimazione contrattuale è elemento sufficiente, in linea di principio, a giustificare l'utilizzo e la conservazione dei dati dell'utente – richiedendosi il consenso esplicito dell'interessato solamente in riferimento al trattamento dei dati rientranti in particolari categorie (art. 9, GDPR) oppure in riferimento alla profilazione (art. 22, GDPR) – la PSD2, invece, richiede l'esplicito consenso in ogni caso, ovvero anche per un utilizzo dei dati funzionale all'esecuzione delle obbligazioni contrattuali relative all'esecuzione del servizio richiesto (art. 94, par. 2, PSD2) [80]. Le disposizioni riportate sembrano apparentemente inconciliabili ma il contrasto è ricomponibile sulla base dell'art. 64, PSD2 che subordina la legittimità dell'operazione di pagamento al previo consenso dell'utente. Tale disposizione può essere interpretata nel senso che il consenso, richiesto per ogni operazione di pagamento, assorbe quello richiesto dal successivo art. 94, par. 2, PSD2. Seguendo tale interpretazione, il consenso dell'utente all'esecuzione dell'operazione sarebbe, quindi, sufficiente a legittimare l'utilizzo dei suoi dati personali da parte dell'intermediario in ragione dell'esecuzione del servizio richiesto e ciò eliminerebbe il contrasto con quanto disposto

[79] In relazione a ciò, è stato sottolineato [M. DELL'UTRI, (nt. 55), 222] che un problema si potrebbe porre quando il trattamento dei dati, pur non essendo strettamente necessario all'esecuzione della prestazione contrattuale, ne consente comunque un'esecuzione migliore.

[80] In proposito, la dottrina [M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 14), 57] partendo dal presupposto che al consenso è assegnato un ruolo centrale sia dalla disciplina della PSD2 sia da quella del GDPR, ha posto la questione circa il corretto significato attribuitogli dalle due discipline e si è domandata se il consenso richiesto dalla PSD2 per l'operatività dei TPP sia sufficiente a legittimare anche l'attività di trattamento dei dati personali degli utenti conformemente a quanto disposto dal GDPR. Sul tema, cfr anche D. HELGADOTTIR, (*The conflict concerning data sharing under PSD2 and obtaining consent to share such data under GDPR,* reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.law.oc.ac.uk/business-law-blog) che, dopo aver analizzato il consenso previsto dalla PSD2 e quello previsto dal GDPR, giunge alla condivisibile conclusione che la PSD2 non può essere considerata *lex specialis* rispetto al GDPR, sottolineando che «*Payment service providers must both fulfil the explicit consent requiremente under PSD2 and be able to rely on one of the other five lawful bases available under the GDPR for processing personal data*».

dall'art. 6, par. 1, lett. b), GDPR [81]. In ogni caso, qualsiasi ipotetico contrasto dovrebbe superarsi con l'applicazione di quest'ultima disposizione, in quanto il rinvio alla normativa sul trattamento dei dati personali – che è contenuto nel primo paragrafo dell'art 94, PSD2 - deve intendersi riferito al GDPR, il quale regola l'intera materia ed è temporalmente successivo alla PSD2.

ii) La seconda circostanza riguarda la possibilità degli intermediari di trattare i dati degli utenti per prevenire, indagare ed individuare casi di frode nei pagamenti (art. 94, par. 1, PSD2). In relazione a ciò, un'indicazione circa la base giuridica che legittima l'intermediario al trattamento viene fornita dal Considerando n. 47 del GDPR che, con riferimento ai casi in cui è riscontrabile un interesse del titolare tale da giustificare il trattamento [art. 6, lett. f), GDPR], menziona espressamente la prevenzione delle frodi [82]. L'attività di prevenzione è, quindi, l'elemento che può consentire di eseguire il trattamento senza il preventivo consenso dell'interessato, anche se tale circostanza non è di per sè sufficiente a rendere legittimo il trattamento. In proposito, il titolare deve effettuare un preventivo bilanciamento tra il suo interesse e quello della persona a non vedere compromessi i propri diritti e libertà fondamentali [83]. Una volta effettuato il bilanciamento, il trattamento può, però, essere eseguito

[81] In relazione a ciò, si segnala anche l'intervento chiarificatore dello *European Data Protection Board* (EDPB), organismo indipendente il cui scopo è quello di garantire un'applicazione coerente del GDPR e di coordinare l'attività dei garanti nazionali dell'Unione; a tale scopo formula raccomandazioni, stabilisce *standard* comuni per gli Stati membri, emette pareri su questioni tecniche per gli Stati e per la Commissione europea. Quest'organismo, con lettera del 5 luglio 2018, ha precisato che il consenso di cui all'art. 94, par. 2, PSD2, ha natura contrattuale e fa, quindi, riferimento solamente al rapporto instauratosi tra utente e prestatore del servizio. Esso ha, quindi, effetto limitato al tipo di servizio di pagamento richiesto e solo per ciò che riguarda quest'area di applicazione sostituisce il consenso preteso dal GDPR che ha carattere più generale. I due testi normativi, pertanto, concorrono ognuno per ciò che riguarda l'oggetto della propria regolamentazione.

[82] Tale base giuridica può essere adottata, quindi, anche per il trattamento eseguito per la messa in atto delle misure di sicurezza e, nel caso delle banche, per valutare il merito creditizio del cliente. In entrambi i casi, infatti, l'intermediario persegue un proprio interesse ritenuto legittimo dall'ordinamento; in ogni caso, resta ferma l'impossibilità di eseguire il trattamento nel caso in cui questo pregiudichi i diritti o le libertà fondamentali dell'utente/interessato.

[83] Il titolare è chiamato a svolgere un'attenta disamina degli interessi in gioco, tenendo al primo posto i diritti e le libertà fondamentali dell'interessato per evitare che, in un'eventuale valutazione *ex post*, il trattamento possa essere ritenuto illegittimo. Tale valutazione rientra nell'obiettivo del GDPR di responsabilizzare il titolare del trattamento; infatti, prima dell'introduzione della nuova normativa, il bilanciamento degli interessi delle parti era affidato all'Autorità garante del trattamento dei dati personali [art. 24, lett. g), Codice della privacy].

solo entro i limiti delle ragionevoli aspettative della persona da valutarsi con riferimento al rapporto tra quest'ultima e il titolare [84]. Il legittimo interesse quale condizione di liceità del trattamento, pertanto, presuppone un rapporto già in essere tra il titolare e la persona interessata, rapporto che, nel caso dei servizi di pagamento, si instaura nel momento in cui l'utente si avvale dell'attività di un TPP o del proprio PSP, ed è lecito solo al contestuale ricorrere delle condizioni sopra indicate [85].

iii) L'ultima situazione si presenta nel caso in cui i TPP trattano i dati dell'utente per finalità diverse da quelle strettamente connesse all'esecuzione del servizio di pagamento, come ad esempio a fini di profilazione [86] e di *marketing*. Questa circostanza è probabilmente quella più delicata in relazione ai dubbi posti dalla dottrina [87] circa il rapporto e il coordinamento tra la normativa specifica della PSD2 e quella generale del GDPR. Infatti, la possibilità di

[84] Il rapporto in essere tra il titolare e l'interessato segna, quindi, i confini delle finalità che possono essere perseguite dal titolare con il trattamento, visto che è dalla natura e dalle caratteristiche del rapporto stesso che l'interessato può desumere come e in che termini i suoi dati personali saranno utilizzati. Pertanto, il paziente di un ospedale potrà ragionevolmente aspettarsi che l'ospedale tratterà i dati relativi al suo stato di salute, ma non che il trattamento includa i dati personali relativi alla sua situazione finanziaria. Il tema è, quindi, particolarmente delicato ed importante in quanto richiede un'attenta disamina da parte del titolare del suo concreto rapporto con l'interessato per evitare che il trattamento dei dati diventi illegittimo.

[85] Si deve sottolineare che per quanto riguarda la base giuridica del legittimo interesse del titolare – che permette di eseguire il trattamento senza il preventivo consenso dell'interessato – il rapporto intercorrente tra le due parti non rileva solamente per l'interessato, ma è un parametro per valutare *ex post* la liceità della condotta del titolare e verificare se il trattamento che ha eseguito è conforme a ciò che l'interessato poteva immaginare. Il rapporto tra titolare e interessato, pertanto, diventa elemento di riferimento per l'interessato e limite all'attività del titolare.

[86] Il GDPR considera profilazione «*qualsiasi forma di trattamento di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi ad 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*» (art. 4, par. 1, n. 4). Si ha, quindi, profilazione in presenza di un trattamento automatizzato di dati personali eseguito al fine di valutare alcuni aspetti personali di una persona fisica.

[87] Cfr. M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 14), 54 ss., in cui viene evidenziato che il favore della Direttiva PSD2 per il fenomeno dell'*open banking* – inteso come condivisione di dati tra gli intermediari – ha un impatto sui dati personali degli utenti, sia sotto il profilo della sicurezza sia sotto quella della profilazione della clientela per le più disparate finalità, che non può essere trascurato, soprattutto se si tiene conto del fatto che ormai le banche sono minacciate da colossi del *web* in grado di offrire numerosi e innovativi servizi su misura del cliente.

tale trattamento sembrerebbe categoricamente esclusa dalla PSD2 ma, stante il richiamo in essa contenuto (art. 94, par. 1) alla normativa sul trattamento dei dati personali e, quindi, oggi al GDPR, è a quest'ultima che si deve far riferimento per verificare se le attività di profilazione e di *marketing* da parte degli intermediari debbano essere considerate del tutto vietate o se lecite, seppure a determinate condizioni.

In proposito, occorrono alcune precisazioni. Per quanto riguarda la profilazione, il GDPR affronta direttamente il tema e prevede un generale divieto di sottoporre i dati personali di una persona fisica al cosiddetto trattamento automatizzato - cioè quello effettuato solo attraverso l'uso di sistemi tecnologici e senza alcun intervento umano - quando sulla base di tale attività venga presa un decisione che produce effetti giuridici o incide significativamente sull'interessato (art. 22, par. 1). Tuttavia, sono previste delle eccezioni riguardanti i casi in cui: la decisione è necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra il titolare e l'interessato [par. 2, lett. a)]; il trattamento è previsto dalla legge (par. 2, lett. b); vi è stato l'esplicito consenso dell'interessato [par., 2, lett. c)].

Relativamente al *marketing,* invece, la questione è più complessa dato che mancano disposizioni specifiche e l'unico riferimento diretto a tale attività si riscontra nel Considerando n. 47 del GDPR secondo il quale il trattamento per finalità di *marketing* diretto, ovvero quello senza intermediazione tra venditore e titolare, può essere considerato legittimo interesse di quest'ultimo. Da tale affermazione si dovrebbe desumere che il trattamento finalizzato all'esecuzione di *marketing* diretto è, in linea di principio, lecito in forza della lett. f), par. 2, art. 6, GDPR, e, di conseguenza, potrebbe essere effettuato senza il previo consenso dell'interessato purché con tale trattamento non vengano pregiudicati i suoi diritti e le sue libertà fondamentali. Tuttavia, nonostante ai Considerando sia stata attribuita una valenza interpretativa particolarmente rilevante [88], il riferimento riportato non può essere considerato decisivo. Infatti, bisogna ricordare che l'art. 13 della Direttiva (Ce) 2002/98 (Direttiva *e-privacy* relativa al trattamento dei dati personali nel settore delle comunicazioni elettroniche) pone dei limiti alle comunicazioni a fini di commercializzazione diretta

[88] Cfr. V. CUFFARO, (nt. 51), 3 ss. il quale sottolinea come la nuova disciplina sul trattamento dei dati personali assegni ai considerando una peculiare funzione interpretativa -- circostanza evidenziata dal cospicuo numero di considerando che precedono le norme del Regolamento e dal fatto che essi sono più ricchi di contenuti – in quanto è grazie ad essi che si può cogliere il cambiamento di *ratio* avvenuto con il GDPR. Infatti, quest'ultimo rende esplicita l'attuale esigenza, dovuta soprattutto alla pervasività della tecnologia informatica, di bilanciare gli interessi coinvolti dal trattamento dei dati personali e il trattamento stesso (12).

vietando l'uso di sistemi automatizzati in assenza di un preliminare consenso dell'interessato a ricevere tali tipi di comunicazione (par. 1) e permettendo l'utilizzo delle coordinate elettroniche solamente in ordine alla commercializzazione dei servizi propri del titolare del trattamento e a patto che all'utente sia offerta, in modo chiaro e distinto, la possibilità ad opporvisi (par. 2). Le disposizioni citate, sebbene limitate al caso delle comunicazioni elettroniche, hanno come conseguenza una limitazione dell'attività del titolare del trattamento che voglia perseguire finalità di *marketing* diretto; infatti, dalla loro applicazione deriva che il trattamento dei dati personali del cliente deve essere circoscritto alle comunicazioni tramite posta elettronica e alla commercializzazione di prodotti o servizi del titolare, analoghi a quelli già acquistati dall'interessato; in ogni caso, sul titolare gravano precisi obblighi informativi, soprattutto, per ciò che riguarda il diritto d'opposizione dell'interessato (art. 21, GDPR).

In sintesi, coordinando le disposizioni della PSD2 con quelle del GDPR, si deve ritenere che ai TPP e ai PSP è concesso trattare i dati dei propri utenti per fini diversi da quelli strettamente connessi alla loro attività di prestazione del servizio di pagamento. Tuttavia, ad eccezione dei casi di prevenzione delle frodi – in cui il consenso non è richiesto – e della commercializzazione diretta nei limiti posti dalla Direttiva *e-privacy*, il consenso dell'utente/interessato è sempre necessario [89].

[89] Il consenso, base giuridica ai sensi dell'art. 6, par. 1, lett. a), GDPR, deve consistere in una manifestazione di volontà libera, specifica ed inequivocabile (cfr. Considerando n. 32) e deve possedere i requisiti previsti dall'art. 7, GDPR. Le disposizioni di tale articolo, infatti, sono particolarmente importanti per ciò che riguarda la tutela dell'interessato in quanto impongono specifici obblighi al titolare che si avvalga di tale base giuridica per eseguire il trattamento. In particolare, sul titolare grava, innanzitutto, un obbligo di informazione, il cui contenuto è specificato negli artt. 12, 13 e 14 GDPR, informazione che deve essere fornita in maniera comprensibile e facilmente accessibile se il consenso dell'interessato è prestato all'interno di una dichiarazione relativa ad altre questioni (art. 7, par. 2). Inoltre, al titolare è espressamente vietato di porre in essere condotte scorrette tese a far dipendere l'esecuzione di un contratto o di un servizio dal rilascio del consenso al trattamento per fini ulteriori (art. 7, par. 4). Infine, egli deve essere in grado di dimostrare che l'interessato ha rilasciato il proprio consenso al trattamento dei dati personali (art. 7, par. 1). In relazione a quest'ultimo punto, particolarmente importante ai fini della valutazione della liceità della condotta del titolare, si deve sottolineare che, a differenza dell'informazione che deve essere fornita all'interessato in forma scritta per assicurarne la conoscibilità in concreto, il GDPR non prevede requisiti di forma per la manifestazione del consenso dell'interessato; tuttavia il Considerando n. 32 del GDPR fornisce alcune indicazioni per quanto riguarda la manifestazione del consenso anche mediante mezzi elettronici, tema su cui sono sorte numerose questioni soprattutto in ordine all'effettiva chiarezza e comprensibilità dei mezzi attraverso i quali il consumatore dovrebbe manifestare il consenso

Per concludere il tema relativo al trattamento dei dati dell'utente, occorre fare un riferimento anche al trattamento dei suoi dati biometrici di cui gli intermediari possono venire a conoscenza quando essi siano utilizzati anche come credenziali personalizzate dell'utente stesso.

Come già evidenziato, i dati biometrici sono oggetto della disciplina settoriale, in quanto possono essere utilizzati dal sistema di sicurezza predisposto dall'intermediario, e dalla disciplina generale, in quanto appartengono ad una categoria ritenuta dal legislatore bisognosa di particolare tutela, in considerazione dei profili della persona fisica coinvolti e dei pregiudizi che un trattamento illecito potrebbe arrecare ai diritti e alle libertà fondamentali dell'individuo.

In relazione a ciò, la dottrina [90] ha rilevato l'incongruenza tra la definizione

all'utilizzo dei suoi dati personali. Per un approfondimento in argomento, cfr. F. CAGGIA, *Libertà ed espressione del consenso*, in *I dati personali nel diritto europeo*, a cura di V. Cuffaro, R. D'Orazio, V. Ricciuto, Torino, Giappichelli, 2020, 249 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *Il nuovo regolamento europeo sul trattamento dei dati personali: i principi ispiratori*, in *Contr. impr.*, 2018, 113 ss.; F. BRAVO, *Il consenso e le altre condizioni di liceità del trattamento dei dati personali*, in *Il nuovo Regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali, Le riforme del diritto italiano*, diretto da G. FINOCCHIARO, Bologna, Zanichelli, 2017, 101 ss.; A. MANTELERO, *Responsabilità e rischio nel Reg. Ue 679/2016*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 144 ss.; F. PIZZETTI, (nt. 7), 44 ss. Il consenso è uno degli elementi a cui il legislatore comunitario è ricorso spesso, soprattutto, in ordine a quei casi in cui la manifestazione della volontà dell'individuo è ritenuta elemento irrinunciabile dal legislatore. Con particolare riferimento alla rilevanza del consenso nelle relazioni via internet, v. G. RESTA, V. ZENO ZENCOVICH, *Volontà e consenso nella fruizione dei servizi in rete*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 411 ss.. Sia la disciplina specifica sui servizi di pagamento sia quella sul trattamento dei dati personali valorizzano la funzione del consenso in quanto espressione del potere di autodeterminazione dell'individuo. In relazione alla disciplina sul trattamento dei dati personali, tuttavia, è stato osservato – ma la riflessione vale per tutti i casi di utilizzazione dei servizi della rete internet – che spesso il consenso, inteso come atto di volontà grazie al quale un soggetto esercita il proprio potere di decidere liberamente sulle questioni che lo riguardano, non garantisce un'effettiva ed efficace tutela al soggetto che lo esprime ma si riduce ad un "atto di vuota cerimonia" in quanto "come la prassi facilmente evidenzia, la lettura dell'informativa (privacy) e l'eventuale consenso prestato tendono ad essere solo un passaggio (aggiuntivo e spesso fastidioso) rispetto all'ottenimento del bene o servizio cui il trattamento dei dati personali è funzionale" (cosi I. A. CAGGIANO, *Il consenso al trattamento dei dati personali tra Nuovo Regolamento Europeo e analisi comportamentale*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.dimt.it).

[90] M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 14), 57, dove osservano che i dati sensibili relativi ai pagamenti non sono gli stessi dati che il GDPR considera dati sensibili e per i quali è prevista una tutela più forte; tale divergenza definitoria avrebbe come immediata conseguenza una più difficile individuazione della normativa applicabile nel caso in cui l'intermediario sia a conoscenza di tali tipi di dati.

di dati sensibili contenuta nella PSD2 e quella generale del GDPR. Tuttavia, le discipline sul trattamento di tali dati non sono inconciliabili ed è, quindi, possibile prospettare l'applicazione di entrambe. Infatti, il quadro che si delinea è il seguente.

In linea generale, si deve ritenere che - in assenza di qualsiasi riferimento nella PSD2 al trattamento dei dati biometrici da parte degli intermediari (sia PSP di radicamento del conto sia TPP) – siano applicabili le disposizioni dell'art. 9 del GDPR e, in particolare, quella contenuta nel par. 2, lett. a) che consente il loro trattamento dietro esplicito consenso dell'utente e per finalità specifiche. L'intermediario può, perciò, trattare i dati biometrici dell'utente a patto che questi lo abbia espressamente autorizzato e che il trattamento sia finalizzato all'esecuzione dell'attività di prestazione del servizio richiesto.

Inoltre, se i dati biometrici sono utilizzati come credenziali personalizzate dell'utente, rientrano anche nella categoria dei dati sensibili relativi ai pagamenti, categoria prevista dalla PSD2 che sottopone il loro utilizzo da parte dei TPP ad ulteriori e più stringenti regole; infatti, gli artt. 66, par. 2, lett. e) e 67, par. 2, lett. e) della PSD2 vietano rispettivamente al PISP di conservarli e agli AISP di chiedere i dati sensibili relativi ai pagamenti che siano collegati ai conti di pagamento. Questa maggiore tutela dell'utente si spiega con il fatto che quest'ultimo non ha un rapporto continuativo con i TPP i quali, peraltro, svolgono un'attività per l'esecuzione della quale non sempre è necessario il trattamento di tali dati [91].

7. *Il trattamento dei dati personali del beneficiario.*

Un ultimo aspetto che merita attenzione riguarda la posizione del beneficiario di un pagamento eseguito tramite servizi elettronici. Infatti, un'operazione, sia che venga eseguita direttamente tramite PSP di radicamento del conto sia che venga posta in essere tramite PISP, ha come indispensabile presupposto che i dati del beneficiario vengano comunicati dal pagatore al proprio intermediario o al PISP. In proposito, si ricorda che l'intermediario del pagatore non ha alcun rapporto giuridico o fattuale con il beneficiario del pagamento; questi, di conseguenza, pur essendo parte dell'operazione, non autorizza esplicitamente l'intermediario del pagatore a trattare i suoi dati e non può

[91] Ad esempio, quando si utilizza il servizio di *Paypal* tramite l'*App* scaricata sull'*iPhone*, l'utente può decidere se eseguire l'accesso tramite l'inserimento della *password* o tramite il riconoscimento dell'impronta digitale; solamente nel secondo caso, vi è un utilizzo dei suoi dati biometrici.

esercitare un controllo diretto sul trattamento eventualmente eseguito. Ciò ha posto la questione del trattamento dei dati del beneficiario, la cosiddetta "parte silente", da parte dell'intermediario del pagatore e delle norme applicabili.

Sul punto la PSD2 non prende alcuna posizione e le uniche disposizioni che possono essere utili all'interprete per ricostruire la disciplina sono quelle riguardanti l'obbligo dell'intermediario del beneficiario di fornire al proprio cliente, subito dopo l'esecuzione di un'operazione, un rapporto che gli permetta di individuare, ove opportuno, tutte le informazioni che sono state trasmesse con l'operazione stessa [artt. 49, par. 1, lett. a) e art. 58, par. 1, lett. a), PSD2]. Così il beneficiario avrà la possibilità di conoscere quali sono i dati personali che gli intermediari si sono scambiati per eseguire l'operazione.

Per quanto riguarda il GDPR, un'utile indicazione circa le disposizioni applicabili si riscontra nella lettera del 5 luglio 2018 con la quale l'EDPB [92] individua la condizione di liceità – cioè la base giuridica che legittima il trattamento dei dati del beneficiario [art. 6, par. 1, lett. f), GDPR] - nell'interesse legittimo del titolare (ovvero l'intermediario del pagatore) a poter eseguire la prestazione dedotta nel contratto stipulato con il pagatore.

Inoltre, l'EDPB si preoccupa di specificare che, in linea generale, tutti i trattamenti devono essere eseguiti tenendo sempre presenti i principi di minimizzazione, limitazione e trasparenza, che sono principi cardine del GDPR (art. 5). Tali principi, nel contesto dei pagamenti elettronici, trovano applicazione nel fatto che il trattamento dei dati del beneficiario deve essere limitato all'esecuzione dell'operazione di pagamento, elemento che determina non solo le finalità per cui i dati vengono raccolti dall'intermediario del pagatore, ma anche le legittime aspettative del beneficiario che, consapevole del pagamento eseguito dal pagatore, potrà facilmente dedurre che alcuni dei suoi dati personali saranno utilizzati per poter portare a termine il procedimento di pagamento.

Tale soluzione, sempre ad avviso dell'EDPB, è confermata dalla disciplina specifica sui servizi di pagamento PSD2 che, relativamente agli obblighi gravanti sui TPP, vieta espressamente l'utilizzo, la conservazione e l'accesso a dati per fini diversi dalla prestazione dello specifico servizio richiesto dall'utente [art. 66, par. 3, lett. g) e art. 67, par. 2, lett. f), PSD2].

In sintesi, il trattamento dei dati personali del beneficiario da parte del PSP o del TPP del pagatore deve ritenersi, in linea di principio, consentito; in particolare, dal combinato disposto delle norme del GDPR e della PSD2 si ricava, da un lato, che l'operazione di pagamento è circostanza sufficiente a giustifi-

[92] Vedi nota 81.

care il trattamento, nonostante tra l'intermediario del pagatore e il beneficiario/interessato non vi sia alcun rapporto diretto, d'altro lato, che quest'ultimo è tutelato tramite la delimitazione dell'area di legittimità del trattamento al solo utilizzo che egli potrebbe ragionevolmente aspettarsi.

In questa conclusione si trova il punto di equilibrio tra la necessità dell'intermediario del pagatore di poter eseguire la propria prestazione senza dover chiedere al beneficiario il preventivo consenso al trattamento dei suoi dati e il diritto di quest'ultimo a poter controllare l'utilizzo che ne viene fatto. Infatti, da una parte le norme generali del GDPR si preoccupano di impedire che l'intermediario venga gravato da oneri che inficerebbero l'efficienza e la rapidità dell'operazione richiesta, dall'altra, le norme specifiche della PSD2 permettono di individuare i limiti concreti posti all'attività di trattamento, impedendo così che gli intermediari e, in particolare i TPP, possano porre in essere condotte scorrette, tese ad aggirare le regole in tema di consenso fissate dal GDPR e ad utilizzare i dati personali del beneficiario per finalità diverse da quelle strettamente connesse all'esecuzione della loro attività.