

Rivista **ODC**

3

2018

ISSN 2282 - 667X

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Editorial Board/Direzione scientifica: *Pierre-Henri Conac, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Francesco Denozza, Stefan Grundmann, Carlo Ibba, Jonathan Macey, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Editorial Staff/Redazione scientifica: *Alessio Bartolacelli, Ilaria Capelli, Elisabetta Codazzi, Chiara Garilli, Carmen Herrero Suarez, Corrado Malberti, Alessio Scano, Alessandra Zanardo*

Referees/Revisione scientifica: *Niccolò Abriani, Elisabetta Bertacchini, Vincenzo Calandra Buonauro, Lucia Calvosa, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Renzo Costi, Emanuele Cusa, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Mario Libertini, Elisabetta Loffredo, Giorgio Marasà, Marisaria Maugeri, Aurelio Mirone, Paolo Montalenti, Mario Notari, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Giuseppe B. Portale, Gaetano Presti, Roberto Sacchi, Luigi Salamone, Davide Sarti, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Renato Santagata, 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 Telematica

ISSN 2282 - 667X

Sommario del numero 3 / 2018

SAGGI

Abuso del diritto e abuso di posizione dominante

Mario Libertini

Trasformazione delle popolari e limiti al rimborso delle azioni: frammenti di un diritto costituzionale delle società bancarie

Marco Maugeri

La disciplina delle *trading venues* nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla *distributed ledger technology*

Filippo Annunziata

Brevi riflessioni sul diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi e sul principio di supremazia degli azionisti

Stefano Brighenti

ABUSO DEL DIRITTO E ABUSO DI POSIZIONE DOMINANTE

MARIO LIBERTINI*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Un quadro storico: *monopolization* e abuso di posizione dominante. – 3. La costruzione della fattispecie dell’abuso di posizione dominante nell’elaborazione della Commissione UE e nella giurisprudenza europea: dalla “speciale responsabilità” alla “competizione secondo i meriti”. – 4. Il significato normativo di *competition on the merits*. – 5. Il contributo della dottrina alla costruzione della fattispecie di abuso di posizione dominante. – 6. *Segue*. Alcune proposte dottrinali recenti. Criteri restrittivi ed estensivi, rivalutazione dell’intento monopolistico, *Consumer Choice Theory*. – 7. Conclusioni sulla costruzione della fattispecie dell’abuso di posizione dominante. – 8. Critica dell’idea secondo cui l’abuso di posizione dominante costituirebbe un esempio nell’ambito della figura generale dell’abuso del diritto.

1. Premessa.

Nell’organizzazione dei lavori del convegno, in cui questa relazione si inserisce, mi è stato affidato il compito di confrontare il divieto di abuso di posizione dominante (“a.p.d.”), che è una norma specifica del diritto della concorrenza, con la dottrina generale del divieto di abuso del diritto. Questo rapporto è in effetti problematico, perché accade oggi spesso di vedere presentato l’a.p.d. come un esempio di abuso del diritto¹, ma accade anche – se pur

* Professore emerito, Sapienza Università di Roma, e-mail: milibertini@liblex.it.

¹ L’affermazione sembra divenuta corrente nella giurisprudenza amministrativa, a cominciare da Cons. St., sez. VI, 12 febbraio 2014, n. 693 (“*l’abuso di posizione dominante, imputato a Pfizer, non è che specificazione della più ampia categoria dell’abuso del diritto, della quale presupposto è, appunto, l’esistenza di un diritto, del quale si faccia un uso strumentale, non coerente con il fine per il quale l’ordinamento lo riconosce: nel caso di specie, l’esclusione dal mercato dei concorrenti?*”); poi seguita da TAR Lazio – Roma, sez. I, 26 luglio 2017, n. 8945, § 6.10.

I giudici amministrativi fanno un’applicazione “forte” della tesi dell’inquadramento dell’a.p.d. nella “più ampia categoria dell’abuso del diritto”, in quanto muovono dall’individuazione di una situazione soggettiva di cui è titolare l’impresa dominante, per poi censurare l’uso distorto delle relative prerogative.

Si noti che ambedue le pronunce si riferiscono a casi inerenti al settore farmaceutico, in cui si imputava all’impresa dominante di avere esercitato in modo strumentale facoltà previste dalla regolazione di settore al fine di ottenere risultati di esclusione dal mercato di concorrenti.

Nella giurisprudenza civile si può segnalare Trib. Milano, 17 giugno 2016, *Attrakt s.r.l. c. Google Ireland Ltd.*, in *Giurisprudenza delle imprese* [sito telematico], in cui il Tribunale accerta l’abuso del diritto e l’abuso di dipendenza economica, in un caso in cui l’attore (gestore di un sito telematico) esercitava una pretesa di danni nei confronti di Google, che aveva esercitato il recesso da un contratto di pubblicità, trattenendo altresì cospicue somme spettanti all’attore, e dichiara per ciò assorbita la domanda di accertamento dell’a.p.d.

Questa pronuncia si potrebbe collocare in continuità logica con quelle, sopra citate, dei giudici amministrativi (anche in questo caso l’a.p.d. potrebbe essere stata considerata dal giudice una specie del genere “abuso del diritto”, ma questa conclusione non è logicamente stringente, perché la pronuncia di assorbimento si potrebbe collocare anche in una logica di sussistenza di un concorso di illeciti distinti, comportanti comunque obbligo di risarcimento del danno). In ogni caso, l’accertamento del giudice non si estende all’a.p.d. di senso stretto in quanto, nell’ambito di una controversia civile, non si poneva un problema di sindacato della legittimità di una pronuncia dell’AGCM in tema di a.p.d.

Si noti poi che anche nella giurisprudenza europea si leggano affermazioni secondo cui “*gli abusi di posizione dominante consistono, nella maggioranza dei casi, in comportamenti peraltro legittimi alla luce di branche del diritto diverse dal diritto della concorrenza?*” (Corte Giust. UE, sez. I, 6 dicembre 2012, C-457/10 P, *Astra Zeneca AB*, § 132).

di rado – di vedere affermato il contrario².

Si tratta dunque di vedere se sia appropriata la frequente assimilazione delle due figure, cioè la qualificazione dell'a.p.d. come figura speciale di abuso del diritto; e, in secondo luogo, si tratta di vedere se l'eventuale assimilazione, al di là dell'appropriatezza concettuale, sia poi neutra sul piano della ricostruzione normativa o possa avere ricadute significative su di essa, sì da fare assumere al problema una valenza “dogmatica” e non meramente terminologica.

Al fine di formulare una risposta al quesito ci si interrogherà dapprima sulla costruzione concettuale della fattispecie di a.p.d. nel diritto europeo vivente (§§ 2-4), per poi richiamare sinteticamente gli sviluppi della dottrina in materia di a.p.d. (§§ 5-6) e formulare una conclusione sul contenuto della figura (§ 7); a questo punto si formulerà un confronto finale con la dottrina dell'abuso del diritto, giungendo alla conclusione secondo cui svolge solo una funzione ausiliaria e complementare ai fini della corretta applicazione del divieto di abuso di posizione dominante (§ 8).

2. *Un quadro storico: monopolization e abuso di posizione dominante.*

Com'è noto, la figura del (divieto di) abuso di posizione dominante è frutto di una scelta originale del legislatore antitrust europeo e non trova un preciso precedente nella legislazione antitrust americana. Questa, infatti, prevede, tra le figure di illecito antitrust, oltre agli accordi

In dottrina, a parte i numerosi casi in cui l'a.p.d. è semplicemente indicato come un esempio di abuso del diritto (v., p.e., A. GENTILI, *L'abuso del diritto come argomento*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 302 ss.; S. MONTICELLI, *Regole e mercato nella disciplina convenzionale del contratto d'opera intellettuale*, in *Contr. impr.*, 2016, 520 ss.), v. M. FILICE, *Le nuove frontiere in tema di abuso di posizione dominante*, in *Giorn. dir. amm.*, 2015, 92 (“L'abuso di posizione dominante è una specie del più ampio genere dell'abuso di diritto”); G. ALPA, *Appunti sul divieto dell'abuso del diritto in ambito comunitario e sui suoi riflessi negli ordinamenti degli Stati membri*, in *Contr. impr.*, 2015, 259-60, ove l'a.p.d. è elencato fra “gli esempi più frequenti di abuso del diritto nell'ordinamento italiano”.

V. però, per una posizione più articolata, G. GHIDINI, G. CAVANI, P.F. PISERÀ, *Il caso Pfizer*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 1156 ss., che distinguono casi in cui la sanzione dell'a.p.d. costituisce «intervento oggettivamente correttivo della situazione monopolistica venutasi a creare, e non di una reazione “punitiva” di un comportamento che nasce illecito» ed altri in cui può configurarsi come espressione del divieto generale di abuso del diritto.

² C. OSTI, *The Italian way to antitrust judicial review: a few oddities of the Pfizer case*, in *Italian Antitrust Review*, 2014, 128 ss., che segnala come il collegamento fra a.p.d. e abuso del diritto sia estraneo all'esperienza applicativa del diritto antitrust in sede europea e negli ordinamenti stranieri.

In un più recente intervento (C. OSTI, *What's in a Name: The Concept of Abuse in Sui Generis Abuse*, in *Competition and Patent Law in the Pharmaceutical Sector. An International Perspective*, ed. by G. PITRUZZELLA, G. MUSCOLO, The Netherlands, Wolters Kluwer, 2016, 93 ss.) lo stesso a. esprime una posizione analoga a quella di Ghidini (ricordata alla fine della nota precedente), secondo cui la condanna morale di certe scelte di condotta dell'impresa dominante, mediata dalla teorica dell'abuso del diritto, costituirebbe ormai, nel diritto vivente europeo, uno strumento di allargamento del divieto di a.p.d. anche a casi in cui non vi sarebbe una giustificazione economica della condanna di detto comportamento.

Una posizione critica più netta può leggersi in M. SIRAGUSA, *Italy – new forms of abuse of dominance and abuse of law*, in *Abuse of Dominance in EU Competition Law. Emerging Trends*, ed. by P.L. PARCU, G. MONTE, M. BOTTA, Cheltenham (UK), Edward Elgar Publishing, 2017, 119 ss., secondo cui l'a.p.d. dev'essere sempre accertato sulla base di elementi obiettivi, pur ammettendo che in certe ipotesi (p.e. la c.d. persecuzione giudiziaria [*vexatious litigation*]) l'accertamento di una consapevole strategia escludente può svolgere un'utile funzione complementare nell'accertamento dell'illecito.

Su questi punti si dovrà tornare più avanti nel testo (con conclusioni sostanzialmente adesive a quelle da ultimo esposte).

e alla collusione fra più imprese, quella della *monopolization*³. Questa previsione normativa riprende, in sostanza, una linea di politica legislativa molto antica (risalente, quanto meno, al diritto romano), che vietava le condotte economiche private intese a creare un *monopolium*, mediante incetta di beni o accordi fra venditori per realizzare un aumento artificioso dei prezzi⁴. Le norme antimonopolio erano norme penali, e come tali le si ritrova nei secoli, fino allo *Sherman Act*.

Nella concreta applicazione, il divieto di *monopolization* dello Sherman Act è stato progressivamente interpretato non come divieto assoluto di acquisizione di una posizione di primato o addirittura di monopolio (nella moderna accezione economica) sui mercati: tale conquista è stata invece considerata lecita – alla luce, sostanzialmente, della *rule of reason* – quando fondata sul merito della superiorità delle proprie offerte commerciali. Il divieto è quindi oggi inteso come avente ad oggetto lo sfruttamento di situazioni di potere di mercato per rafforzare la propria posizione ed impedire o ostacolare l'azione dei concorrenti⁵. Per di più, nei tempi più recenti, con l'affermarsi della dottrina dell'analisi economica del diritto, gli orientamenti della giurisprudenza americana si sono sempre più spostati nel senso di legittimare le pratiche delle grandi imprese, purché giustificabili in termini di efficienza produttiva e idonee ad incrementare il benessere del consumatore.

Oggi, come vedremo ancora più avanti, vi è notevole differenza, fra diritto americano e diritto europeo, nel trattamento delle condotte unilaterali delle grandi imprese: p.e., il diritto europeo condanna la pratica dei prezzi predatori senza richiedere la prova dell'esistenza di una concreta strategia di *recoupement* (cioè di recupero delle perdite mediante la futura pratica di prezzi di monopolio)⁶; condanna la pratica del *margin squeeze* da parte di imprese verticalmente integrate, anche quando il prezzo finale non è sottocosto, ma comunque ostacola la presenza sul mercato dei concorrenti nuovi entranti⁷; condanna gli sconti-fedeltà condizionati praticati dall'impresa dominante ai distributori, ritenendoli idonei a distorcere l'offerta nei mercati finali, mentre il diritto antitrust americano considera le stesse pratiche come normale esercizio dell'attività d'impresa⁸.

Tutto questo può dirsi oggi⁹. Tuttavia, nel momento storico in cui si formava il diritto europeo della concorrenza, cioè alla metà del XX secolo, questa evoluzione del diritto

³ Sec. 2 Sherman Act: “Every person who shall monopolize, or attempt to monopolize, or combine or conspire with any other person or persons, to monopolize any part of the trade or commerce among the several States, or with foreign nations, shall be deemed guilty of a felony”, ecc.

⁴ V., anche per riferimenti bibliografici, M. LIBERTINI, *Concorrenza*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, Giuffrè, 2010, 199 ss.; nonché P. CAPONE, *Alle origini del monopolio romano. Concessioni e divieti*, in *Teoria e storia del diritto privato* [rivista telematica], 2015.

⁵ V., per tutti, A.I. GAVIL, W.E. KOVACIC, J.B. BAKER, J.D. WRIGHT, *Antitrust Law in Perspective. Cases, Concepts and Problems in Competition Policy*³, St. Paul (Minn.), West Academic Publishing, 2017, 504 ss.

⁶ V. M. LIBERTINI, *Limiti all'autonomia d'impresa: il problema dei prezzi inferiori ai costi di produzione*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2015, 307 ss.

⁷ V. ancora lo scritto precedente.

⁸ Questa differenza è stata però ora attenuata da Corte Giust. UE, Grande Sez., 6 settembre 2017, C-413/14, *Intel Corporation Inc*, che ha negato che la valutazione di abusività possa desumersi in modo assoluto e incontrovertibile dalla pratica di sconti condizionati da parte dell'impresa dominante.

⁹ Per una trattazione completa dei punti di differenza fra le due discipline antitrust, sempre nella chiave accennata nel testo, v. D.J. GIFFORD, R.T. KUDRLE, *The Atlantic Divide in Antitrust. An Examination of US and*

antitrust americano a favore delle grandi imprese non era ancora compiuta, ed anzi era sempre presente la vicenda dello smembramento della Standard Oil, in applicazione della norma sul divieto di *monopolization*.

I legislatori europei dovettero porsi dunque il problema di riproporre il divieto tradizionale di monopolizzazione dei mercati o di introdurre una diversa previsione di trattamento delle posizioni di potere di mercato. La scelta di questa seconda alternativa ha una spiegazione lineare, se appena si riflette sulla storia del diritto europeo della concorrenza.

In proposito si deve ricordare che all'antica tradizione di divieto penale dei monopoli privati si accompagnava, altrettanto tradizionalmente, l'idea della normalità dei monopoli pubblici dati in concessione a privati (singoli o associati in corporazioni) e giustificati da ragioni di pubblica utilità, più o meno plausibili¹⁰.

Questo modello plurisecolare di organizzazione dei mercati, fondato sul divieto dei monopoli privati e sulla ammissibilità e normalità dei monopoli pubblici (di solito dati in concessione a privati), fu traumaticamente superato, in Europa, dall'esperienza rivoluzionaria francese, che portò all'abolizione generalizzata, nel passaggio dal XVIII al XIX secolo, delle corporazioni d'arti e mestieri. Nei decenni successivi, poi, tutto il sistema della proprietà intellettuale passò dal campo dei monopoli pubblici in concessione a quello del diritto privato generale. I monopoli pubblici superstiti rimasero così quelli di pubblico servizio in senso stretto e i monopoli fiscali (in questa versione la figura si ritrova ancora nell'art. 106 TFUE). Essi apparivano figure residuali, la cui sopravvivenza non impediva di affermare ideologicamente un nuovo ordine economico fondato sul principio di "libertà di commercio".

Questa cornice ideologica portò anche, in Europa, alla progressiva desuetudine e poi all'abrogazione delle vecchie norme punitive verso i monopoli privati¹¹. Per correggere le distorsioni derivanti da condotte di mercato scorrette fu considerato necessario e sufficiente il nuovo istituto privatistico della concorrenza sleale, mentre fu considerato normale che un'impresa più efficiente conquistasse, per merito delle sue offerte di mercato, posizioni di primato in un determinato settore. Questo fenomeno si realizzava, peraltro, in un contesto in cui gli Stati nazionali godevano di sovranità doganale e praticavano tutti – se pur con diversi modi e intensità – politiche di sostegno delle rispettive "economie nazionali". In questa prospettiva, le imprese nazionali di maggior successo erano guardate non come esempi di pericolosa deviazione dal modello di economia di mercato, ma come "campioni nazionali", meritevoli se mai di protezione da parte del potere pubblico¹²; i cartelli privati, a loro volta, erano visti come strumenti normali di razionalizzazione dei mercati (tanto che,

EU Competition Policy, Chicago, University of Chicago Press, 2015 (incline a riconoscere la superiorità dell'esperienza americana).

¹⁰ V. ancora, pure per riferimenti, M. LIBERTINI, (nt. 4), 201 ss.

Si può qui ricordare che questa figura del monopolio pubblico in concessione è stata lo strumento giuridico per la prima affermazione dei diritti di proprietà intellettuale.

¹¹ V. ancora LIBERTINI, (nt. 4), 205.

¹² Cfr., sui punti accennati nel testo, M. LIBERTINI, *Relazione generale. Concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, in *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di P. MONTALENTI, Milano, Giuffrè, 2016, 1 ss.; ID., *La tutela della concorrenza nell'ordinamento italiano: dal codice civile del 1942 alla riforma costituzionale del 2001*, in *Mn. cred.*, 2015, 365 ss.

non di rado, lo Stato interveniva imponendo la formazione di consorzi obbligatori); rispetto ai cartelli privati la risposta dell'ordinamento non sarebbe più stata in termini di repressione penale, bensì di controllo amministrativo o giudiziario a fini di correzione di eventuali comportamenti devianti (definiti “abusivi” nella legge tedesca sui cartelli del 1923).

È questo il modello di disciplina dei mercati che si delinea nitidamente dalla lettura delle norme del titolo X del libro V del codice civile del 1942 (art. 2595 ss.)¹³. Questo modello, peraltro, era sostanzialmente comune a tutti gli ordinamenti europei¹⁴.

Ciò spiega perché, nel momento storico in cui si decise di introdurre anche in Europa norme a tutela della concorrenza, non sembrò possibile seguire alla lettera il diritto antitrust americano (le cui potenziali asperità, del resto, pur attenuate dall'affermazione della *rule of reason*, apparivano confermate da alcuni casi storici di dismissione forzata di grandi imprese).

In effetti¹⁵, l'ordoliberalismo delle origini auspicava anch'esso lo smantellamento dei monopoli, con l'eccezione di quelli “naturali”, da sottoporre a regolazione amministrativa. Ma in Europa, dove le singole economie nazionali erano ricche di propri “campioni nazionali”, forti correnti (associazioni industriali, e non solo) rilevavano la pericolosità di un divieto incondizionato di monopolizzazione dei mercati.

Nei lavori preparatori dei trattati si giunse dunque ad un cosciente compromesso: non vietare la formazione spontanea del potere di mercato (da qui anche l'assenza, fino al 1989, di qualsiasi forma di controllo preventivo sulle concentrazioni), ma vietare l'abuso del medesimo (riprendendo la formulazione della legge tedesca sui cartelli del 1923, sopra ricordata¹⁶). Nella consapevolezza, poi, della difficoltà di tracciare i confini delle condotte abusive, e quindi di creare una norma generale definitiva del divieto di abuso, si giunse alla soluzione (rimasta immutata in 60 anni) di sancire un divieto generico seguito da un elenco esemplificativo, rinviando all'esperienza successiva la definizione (che rimaneva logicamente necessaria) della fattispecie generale dell'abuso. In altri termini, si adottò consapevolmente una tecnica di legislazione per “clausole generali”¹⁷ (scelta normativa sostanzialmente comune a tutto il diritto europeo della concorrenza).

¹³ Si ricordi che le norme originarie sui consorzi volontari sono state sostituite nel 1976, e oggi non fanno più riferimento alla figura economica degli accordi di cartello. Sono rimaste invece formalmente in vigore le norme sui consorzi obbligatori e quelle sui controlli amministrativi sui consorzi.

¹⁴ Cfr. D.J. GERBER, *Law and Competition in Twentieth Century Europe: Protecting Prometheus*, Oxford, Oxford University Press, 1998.

¹⁵ Sui punti qui di seguito accennati nel testo v. P. BEHRENS, *The ordoliberal concept of “abuse” of a dominant position and its impact on Article 102 TFEU*, Ascola Tokyo Conference 2015, reperibile in www.ssrn.com.

¹⁶ Come ricorda, fra gli altri, C. OSTI, *What's in a Name* (nt. 2), 93.

¹⁷ L'impiego di questo, pur diffuso, termine, richiederebbe una digressione. In altre sedi ho segnalato come il termine “clausola generale” sia solitamente usato per designare qualsiasi disposizione di legge contenente sintagmi indeterminati, mentre sarebbe necessario distinguere almeno tre categorie diverse di disposizioni di questo tipo:

(i) le disposizioni di principio, in cui il sintagma indeterminato esprime un valore che deve essere rispettato dalle fonti giuridiche di rango inferiore;

(ii) le disposizioni in cui il sintagma indeterminato si riferisce ad una fattispecie, che il legislatore ha rinunciato a descrivere in maniera dettagliata (è questo, a mio avviso, come meglio si vedrà più avanti, il caso del divieto di abuso di posizione dominante);

È opportuno però precisare sin d'ora che, su un piano teorico-generale, la norma sul divieto di a.p.d. si presenta come una norma che contiene una fattispecie a contenuto indeterminato, ma che è pur sempre, sul piano logico, una fattispecie che costituisce componente di una norma di condotta accompagnata da una sanzione afflittiva. Nel costruire la fattispecie, l'interprete dovrà pur sempre operare secondo criteri di generalità e astrattezza, applicando principi e giudizi di valore che dovranno essere a loro volta fondati in un contesto più generale.

La struttura logica della norma è dunque diversa da quella di norme che attribuiscono al giudice il potere di determinare le regole di soluzione di un conflitto concreto fra due interessi contrapposti (p.e. il divieto di immissioni o il dovere di buona fede nelle trattative)¹⁸.

3. La costruzione della fattispecie dell'abuso di posizione dominante nell'elaborazione della Commissione UE e nella giurisprudenza europea: dalla "speciale responsabilità" alla "competizione secondo i meriti".

Questa scelta di politica legislativa (ammissibilità della p.d. ma divieto di abuso) era coerente con la tradizione europea di diritto della concorrenza e fu accettata anche dagli ordoliberali di seconda generazione, che avevano sostituito – seguendo Hayek – l'ideale della concorrenza perfetta con quello della concorrenza imperfetta e dinamica¹⁹.

Rimaneva, dell'originaria ispirazione, l'idea che compito dello Stato debba essere quello di tutelare la libertà dei cittadini anche nei confronti dei poteri privati. Da qui, inizialmente, era venuta l'idea che le norme antitrust dovessero imporre alle imprese dominanti un dovere di comportarsi "come se" (*Als Ob*) fossero effettivamente soggette a pressione concorrenziale.

(iii) le disposizioni che attribuiscono al giudice un potere discrezionale di regolare un certo conflitto interpretato *rebus sic stantibus* (come, per esempio, avviene nella norma sul divieto di immissioni di cui all'art. 844 c.c.).

Si può aggiungere che, per tutti i casi sopra delineati (anche per l'ultimo) si pone il problema se il giudice, a fronte di testi normativi dal contenuto vago, debba pur sempre radicare le proprie argomentazioni interpretative sul dato testuale e sul confronto sistematico con l'insieme di scelte imputabili all'ordinamento (come ritengo che debba continuare ad affermarsi) o se possa appellarsi direttamente alla "coscienza sociale".

Si noti poi che la frequente osservazione secondo cui le clausole generali sarebbero norme "senza fattispecie" può predicarsi (a mio avviso in modo anche qui discutibile) solo per la categoria di norme sopra elencate *sub* (iii) e, secondo alcuni teorici, per le disposizioni di principio; ma non certo per le disposizioni sopra elencate *sub* (ii).

Infatti, l'affermazione secondo cui una clausola generale è una norma senza fattispecie, se riferita al divieto di abuso di posizione dominante, appare immediatamente priva di senso, perché, nel definire un caso di a.p.d. il decisore non dovrà dettare una regola di soluzione di un conflitto concreto fra due contendenti, bensì valutare una condotta concreta alla luce di una norma di condotta generale e astratta, se pur costruita in via giurisprudenziale.

Sui temi sopra accennati mi permetto di rinviare a M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, 345 ss. e, più di recente, M. LIBERTINI, *Ancora su principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in *Giurisprudenza e autorità indipendenti nell'epoca del diritto liquido. Studi in onore di Roberto Pardolesi*, a cura di F. DI CIOMMO, O. TROIANO, Piacenza, La Tribuna, Il Foro Italiano, 2018, 483 ss.

¹⁸ Cfr. P. AKMAN, *The concept of abuse in EU competition law. Law and economic approaches*, Oxford, Hart Publishing, 2015, 184 e *passim*.

¹⁹ V. ancora P. BEHRENS, (nt. 2).

Questa formula, risalente ai classici del pensiero ordoliberal (Miksch, 1937, 1948), apparve ben presto astratta e irrealistica: in effetti, essa era coniata ponendo, come riferimento ideale, quello della concorrenza perfetta e di un mercato di scambi in equilibrio, e postulando quindi una politica della concorrenza volta ad avvicinare, per quanto possibile, il funzionamento reale dei mercati a quell'ideale. Ma, dal momento che la concorrenza effettiva è lontana dal modello di concorrenza perfetta, ed è tipicamente concorrenza "imperfetta" (o "monopolistica"), incentrata sulla differenziazione dell'offerta, quel criterio è apparso sostanzialmente inapplicabile ed è stato abbandonato. Non è stata però abbandonata l'idea ordolibale (anzi, liberale *tout court*) per cui al potere privato, in quanto tale, debbano essere collegate forme di responsabilità per il caso in cui il suo esercizio porti ad esiti economicamente inefficienti e/o socialmente riprovevoli.

Su questa base, la giurisprudenza europea, nelle sue sentenze fondative in materia di a.p.d. degli anni '70 e '80, oltre a costruire una definizione della p.d. come "sostanziale indipendenza" di un'impresa dalle possibili reazioni di concorrenti, fornitori e clienti alle proprie condotte, coniò la formula della "speciale responsabilità" gravante sull'impresa dominante: questa è obbligata, in ragione del suo potere di mercato, a comportarsi in maniera tale da non impedire la sussistenza di una concorrenza effettiva nel mercato di riferimento. In tal modo, l'abuso assumeva il significato di condotta costituente violazione di questo dovere di comportarsi secondo criteri di "speciale responsabilità".

Questa formula, malgrado critiche e dileggi da parte di economisti e giuristi²⁰ per il suo apparente moralismo, ha continuato a godere di discreta fortuna, tanto da essere indicata ancor oggi come carattere essenziale dell'a.p.d. nel sito ufficiale della Commissione UE²¹ ed essere normalmente ripetuta nella giurisprudenza della Corte di Giustizia²².

Al di là delle critiche, questa formula ha anche una valenza normativa precisa: stabilisce che l'impresa dominante non può comportarsi, nel mercato, con la stessa libertà d'azione di cui dispone – sul piano giuridico – un'impresa soggetta a pressione concorrenziale. Pertanto, una serie di strumenti di diritto privato o amministrativo (p.e. una clausola di esclusiva, uno sconto-fedeltà a favore di un grossista, un'offerta sottocosto, un semplice rifiuto di contrarre,

²⁰ V., p.e., R. ALLENDESALAZAR, *Can We Finally Say Farewell to the "Special Responsibility" of Dominant Companies?*, in *European Competition Law Annual 2007 – A Reformed Approach to Article 82 EC*, ed. by C.D. EHLERMANN, M. MARQUIS, Oxford, Hart Publishing, 2008, 319 ss.

²¹ Nelle schede informative reperibili sul sito della Commissione, alla sezione "Competition", alla domanda "What is an abuse?" è data la seguente risposta: "To be in a dominant position is not in itself illegal. A dominant company is entitled to compete on the merits as any other company. However, a dominant company has a special responsibility to ensure that its conduct does not distort competition. Examples of behaviour that may amount to an abuse include: requiring that buyers purchase all units of a particular product only from the dominant company (exclusive purchasing); setting prices at a loss-making level (predation); refusing to supply input indispensable for competition in an ancillary market; charging excessive prices". In sostanza, c'è solo un elenco di esempi: l'unico criterio unificante è quello, molto vago, della "speciale responsabilità".

Il riferimento alla "speciale responsabilità" si ritrova anche nella Comunicazione "Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti" (2009/C 45/02), § 9 (che è un documento tendenzialmente impostato in termini di *economic approach*).

²² V. da ultimo Corte Giust. UE, Grande Sez., 6 settembre 2017, C-413/14, *Intel*, § 135: "all'impresa che detiene una posizione dominante incombe la responsabilità particolare di non pregiudicare, con il suo comportamento, una concorrenza effettiva e leale nel mercato interno".

un'istanza alla pubblica amministrazione), che rientrano nella normale libertà d'impresa, possono costituire, se utilizzati da un'i.d. a fini di contrastare i concorrenti, condotte abusive.

La formula definisce, in tal modo, un tassello normativo importante: il fatto che la condotta dell'impresa dominante sia qualificata come lecita da una norma di diritto privato o amministrativo, o costituisca addirittura esercizio di un diritto, non osta a che la condotta stessa possa essere qualificata come restrittiva della concorrenza e quindi abusiva. Questo è stato sempre un punto fermo, nell'interpretazione delle norme che definiscono gli illeciti antitrust.

Questo punto sembra segnare un parallelismo fra a.p.d. e abuso del diritto, in quanto la norma sul divieto di a.p.d. sembra essere rivolta a frenare condotte dell'impresa dominante che, in mancanza di tale divieto, sarebbero qualificate come lecito esercizio di facoltà garantire dall'ordinamento.

In proposito si deve però subito osservare che questo punto è solo una tessera di un mosaico complesso: essa ci dice che una certa condotta, normalmente lecita (p.e. un rifiuto di contrarre), può divenire illecita se posta in essere da un'impresa dominante; ma non ci dice che essa è *sempre* illecita, perché il divieto di a.p.d. non si traduce nel divieto di una serie di condotte tipiche; e non ci dice *quando*, cioè in base a quale criterio, quella certa condotta può varcare la linea di confine tra lecito e illecito; e non ci dice neanche che, per accertare l'esistenza di un a.p.d. si deve prima accertare l'esistenza di una facoltà giuridicamente protetta (salvo ridurre questa situazione soggettiva ad una genericissima "libertà economica dell'impresa").

Storicamente, per lunghi anni la giurisprudenza europea – nel costruire la fattispecie dell'a.p.d. - ha proceduto in modo empirico, senza un criterio generale trasparente di definizione degli abusi: si è accontentata di definizioni tautologiche dell'abuso (con formule come quella secondo cui l'i.d. può legittimamente perseguire i propri interessi, ma non deve usare "mezzi idonei a rafforzare la propria p.d. o ad abusarne"²³). Si è invece sviluppata una ricca casistica, soprattutto in relazione agli abusi c.d. escludenti, e la casistica è diventata ben presto autoreferenziale, anche per il contributo di una dottrina antitrust incline a svolgere il suo compito in termini di esegesi, talora anche critica, della giurisprudenza.

Su questa casistica si sono sviluppati gli orientamenti della Commissione, fino alla Comunicazione del 2009²⁴, che hanno tentato di precisare l'interpretazione ufficiale della norma sul divieto di abuso muovendo dall'assunto della necessità di adottare un "*more economic*

²³ La formula citata nel testo può leggersi in Trib. I gr. CE, 1 aprile 1983, T-65/89, *BPB Industries/British Gypsum*, o in Trib. I gr. CE, 7 ottobre 1999, T-228/97, *Irish Sugar*. Come esempio di queste definizioni tautologiche v. anche Corte Giust. UE, sez. III, 19 aprile 2012, C-549/10, *Tomra*, § 17, che definisce come abusivi "i comportamenti di un'impresa in posizione dominante, i quali, su un mercato in cui, proprio in conseguenza della presenza dell'impresa in questione, il livello della concorrenza è già indebolito, abbiano l'effetto di impedire, mediante il ricorso a mezzi diversi da quelli che reggono una normale competizione fra i prodotti o i servizi in base alle prestazioni degli operatori economici, il mantenimento del livello di concorrenza ancora esistente sul mercato o lo sviluppo della medesima".

²⁴ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE – *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti* del 24 febbraio 2009 (2009/C 45/02).

Sui tanti commenti alla Comunicazione v., p.e., G. GHIDINI, M. AREZZO, *L'assalto fallito? Riflessioni sulla proposta rivisitazione in chiave "più economica" dell'abuso di dominanza*, in *Merc., conc., reg.*, 2010, 115 ss.

approach”, sulla scorta delle tendenze dominanti nel diritto antitrust americano. In questa prospettiva, mentre gli abusi di sfruttamento venivano relegati in una dimensione secondaria – sulla scorta delle indicazioni della dottrina economica, incline a negare la possibilità di formulare un criterio economico razionale di determinazione di “prezzi o condizioni inique”²⁵ – l’attenzione si concentrava sugli abusi “escludenti” e si è proposto un criterio rigoroso, secondo cui la condotta dovrebbe considerarsi illecita solo se (i) porta all’esclusione dal mercato (difficoltà di ingresso o di crescita, o vera e propria espulsione) dei concorrenti dell’impresa dominante e (ii) in tal modo comporta una riduzione del benessere del consumatore²⁶. In questa prospettiva, non tutti gli effetti escludenti sono illeciti: il successo dell’impresa dominante può essere conquistato mediante innovazioni di successo o mediante riduzioni di prezzi dovute ad una maggiore efficienza produttiva. Tuttavia, nei numerosi casi in cui le ragioni del successo non possono essere ricostruite in modo così lineare, la Commissione tende a riconoscere in via presuntiva il carattere abusivo dell’effetto escludente e a porre sull’impresa dominante l’onere di provare i guadagni di efficienza e di benessere del consumatore, prodotti dalla sua condotta.

Come criterio economico di definizione delle condotte abusive, la Commissione ha proposto lo “*equally efficient competitor test*”: una condotta deve qualificarsi come abusiva se un concorrente dell’impresa dominante, che sia almeno altrettanto efficiente di questa, non sia in grado di replicarne autonomamente le offerte commerciali, perché privo di alcuni vantaggi competitivi di cui l’impresa dominante gode in via esclusiva. Questo criterio, a prima vista suadente, presenta a sua volta diversi punti critici: per esempio, l’impresa dominante può fruire di economie di scala o di gamma che impediscono ad un’impresa nuova entrante, ancorché innovativa ed efficiente, di praticare prezzi competitivi; o, viceversa, l’impresa dominante può essere non molto efficiente perché abituata a “vivere di rendita”, e il criterio dell’ “*as efficient as*” può portare al discutibile risultato di tutelare anche concorrenti poco efficienti²⁷. Ci sarebbero, dunque, valide ragioni per sostituire il criterio dell’ “*as efficient competitor test*” con il criterio del “*reasonably efficient competitor test*”²⁸, che muove dall’individuazione della struttura dei costi di un’impresa efficiente che decida di entrare oggi *ex novo* nel mercato; criterio razionalmente valido, che richiede però il ricorso a scelte tecnico-

²⁵ Cfr. M. MOTTA, *Competition Policy. Theory and Practice*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, 69 ss.

²⁶ Com’è noto, questa nozione è stata cruciale nello sviluppo delle dottrine del diritto antitrust nell’ultimo mezzo secolo. La nozione è stata oggetto anche di critiche radicali (cfr. F. DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. “tipi” protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 1057 ss.; v. anche *infra*, nt. 39) e di divergenze nella costruzione del significato (cfr. B. ORBACH, *The Antitrust Consumer Welfare Paradox*, in *Journal of Competition Law & Economics*, 2011, 133 ss.).

Secondo la definizione dell’OCSE (*Glossary of statistical terms*), “*Consumer welfare refers to the individual benefits derived from the consumption of goods and services. In theory, individual welfare is defined by an individual’s own assessment of his/her satisfaction, given prices and income. Exact measurement of consumer welfare therefore requires information about individual preferences*”. In altri termini, la nozione indica la quantità di bisogni che, data una certa struttura della distribuzione del reddito, un certo modo di funzionamento del mercato è in grado di soddisfare.

²⁷ Per questi rilievi v., per tutti, P. AKMAN, (nt. 18), 274 ss.; M. MANDORFF, J. SAHL, *The Role of the “Equally Efficient Competitor” in the Assessment of the Abuse of Dominance*, in *Konkurrensverket Working Paper Series in Law and Economics*, 1/2013.

²⁸ Cfr. G. FAELLA, R. PARDOLESI, *Squeezing Price Squeeze Under EC Antitrust Law*, 2009, disponibile in www.ssm.com, § 5.1.

discrezionali particolarmente complesse, sicché la Commissione preferisce relegarlo a livello sussidiario.

Pur con tutti i suoi limiti, non si può negare che la Commissione abbia compiuto un tentativo importante, sulla via di una più precisa definizione di una nozione oggettiva di abuso di p.d. Non può dirsi però che gli orientamenti della Commissione abbiano decisamente influenzato la Corte di Giustizia, anche se hanno contribuito a spingere quest'ultima ad andare oltre certi enunciati tautologici del passato. Nella giurisprudenza più recente, la Corte di Giustizia ha così cercato di enunciare un criterio più preciso, definendo il divieto di abuso come divieto di “fare ricorso a mezzi diversi da quelli propri di una concorrenza basata sui meriti”²⁹.

Più di recente, l'argomento è stato ulteriormente precisato: la Corte di Giustizia, riprendendo gli argomenti della Commissione, ha insistito su una nozione di abuso come preclusione della libertà commerciale di altri operatori nel mercato, ma ha negato che il criterio del “pregiudizio al concorrente altrettanto efficiente” possa essere considerato un passaggio sempre necessario, nell'applicazione dell'art. 102³⁰.

Può aggiungersi che, nel diritto vivente europeo, è luogo comune che l'a.p.d. sia una “nozione oggettiva”³¹, nel senso che la fattispecie ricorre tutte le volte in cui la condotta di un'impresa dominante determini effetti distorsivi, attuali o potenziali, nel funzionamento di un certo mercato. Tuttavia, come è stato notato in un recente, attento studio³², questo luogo comune – che dovrebbe essere stato rafforzato dalla propensione dichiarata dalla Commissione per il “*more economic approach*” – non ha impedito che la giurisprudenza europea faccia uso anche della nozione soggettiva di intento monopolistico per dimostrare l'esistenza di abusi di p.d.; tuttavia, tale elemento soggettivo deve intendersi come un elemento probatorio rafforzativo della dimostrazione dell'esistenza dell'abuso³³ (oltre che come un'aggravante, sul piano della colpevolezza, che può tradursi in un appesantimento delle ammende), piuttosto che in un elemento idoneo a determinare, di per sé, la fattispecie dell'abuso.

²⁹ Corte Giust. UE, sez. I, 2 aprile 2009, C-202/07, *France Télécom*, § 109; Corte Giust. UE, sez. II, 14 ottobre 2010, C-280/08, *Deutsche Telekom*, § 177; Corte Giust. UE, 6 dicembre 2012, C-457/10, *Astra Zeneca*, § 75; Corte Giust. UE, Grande Sez., 27 marzo 2012, C-209/10, *Post Danmark*, § 25; Corte Giust. UE, Grande Sez., 6 settembre 2017, C-413/14, *Intel*, § 136.

³⁰ Corte Giust. UE, sez. II, 6 ottobre 2015, C-23/14, *Post Danmark II*, § 51 ss. L'argomentazione è interessante: la Corte rileva che possono darsi condizioni di mercato in cui il potere dell'i.d. è tale da non consentire la formazione di concorrenti altrettanto efficienti (§ 59). Si potrebbe desumere quindi, *a contrario*, che il criterio del “concorrente altrettanto efficiente” (o quello “minoritario ma a mio avviso preferibile, del “concorrente ragionevolmente efficiente”) è invece applicabile quando non sussistano queste condizioni di superdominanza, e nel mercato sono già presenti nuovi entranti (come accade nella maggior parte dei settori liberalizzati).

³¹ V., p.e., Corte Giust. UE, sez. V, 16 luglio 2015, C-170/13, *Huawei*.

³² P.L. PARCU, M.L. STASI, *The role of intent in the assessment of conduct under Article 102 TFEU*, in *Abuse of Dominance in EU Competition Law*, (nt. 2), 12 ss.

³³ Cfr. P.L. PARCU, M.L. STASI, (nt. 32), 21; M. SIRAGUSA, (nt. 2).

4. Il significato normativo di competition on the merits.

Può dirsi dunque che il diritto vivente europeo tende a configurare l'abuso di p.d., in termini generali, come condotta dell'i.d. idonea a realizzare, in proprio favore, un vantaggio competitivo non giustificabile in termini di *competition on the merits*.

Ad avviso di molti osservatori, quest'ultima sarebbe una formula vuota, che non consentirebbe di fare alcun passo avanti, nella soluzione del problema³⁴. Questa affermazione non può essere però condivisa, perché la formula in questione (*Leistungswettbewerb, Competition on the Merits*) ha una lunga storia ed è stata generalmente intesa nel senso della meritevolezza del successo conseguito da un'impresa mediante la qualità delle proprie offerte commerciali, vagliate dalla libera scelta dei consumatori³⁵ (in contrapposizione alla *Behinderungswettbewerb*, cioè concorrenza attuata mediante la creazione di ostacoli all'attività altrui). In tempi successivi, si sono effettuati diversi tentativi di attribuire alla formula un significato più preciso, in termini di analisi economica del diritto, con l'intento di costruire un *test* idoneo a condurre a conclusioni tecnicamente verificabili. Uno studio dell'OECD³⁶ ha messo in rassegna diversi significati attribuiti alla formula, nel dibattito giuridico ed economico³⁷, concludendo per la preferibilità di un *consumer welfare balancing test*.

Questi tentativi, a parte ogni discussione sui pregi e difetti dei diversi test escogitati, si scontrano, in realtà, con un rilievo decisivo: essi trovano il loro limite nella più generale critica che può farsi alla pretesa di esaustività dell'EAL, a sua volta fondata su un assunto di scientificità in senso “forte” dell'analisi economica, che non può essere, come tale accettato³⁸. I criteri unificanti ed esclusivamente quantitativi dell'EAL classica non possono pretendere di avere una validità assoluta, perché la verificabilità scientifica/sperimentale delle tesi economiche è una illusione. L'analisi economica ci offre certamente *benchmark* utili, ed anzi indispensabili, per la valutazione giuridica delle diverse fattispecie. Ma la valutazione finale richiede sempre un momento sintetico, che passa attraverso giudizi di valore e attraverso una ricostruzione tipologica della realtà.

³⁴ V., p.e., R. O'DONOGHUE, A.J. PADILLA, *The Law and Economics of Article 82 EC*, Oxford, Hart Publishing, 2006, 177. Anche C. OSTI, *What's in a Name* (nt. 2), 94, afferma che questa è “a sweeping, generalistic definition of abuse”.

³⁵ È questo il significato originario – e, credo, tuttora valido – della nozione di *Leistungswettbewerb*, elaborata da H. Nipperdey nel 1930, nell'ambito di studi sulla concorrenza sleale. V. in tal senso anche C. OSTI, *What's in a Name* (nt. 2), 96-7 (ove anche citazioni di dottrina tedesca che condivide l'idea della genericità e scarsa utilizzabilità pratica del criterio).

³⁶ OECD, *What is Competition on the Merits? OECD Policy Brief*, June 2006. Il resoconto completo del dibattito, riassunto nel documento sopra citato, è reperibile in www.ssrn.com (O.E.C.D. Policy Roundtables – *Competition on the Merits*, 30 Mar. 2006).

³⁷ Precisamente: *profit sacrifice test, no economic sense test, equally efficient firm test, consumer welfare balancing test*.

³⁸ Questa affermazione richiederebbe una digressione, che ritengo preferibile evitare per non appesantire il testo. A sostegno si può richiamare tutto il filone di teoria economica che critica i metodi della *mainstream economics* (o, almeno, la loro pretesa di scientificità assoluta) e l'impiego esclusivo dell'analisi economica neoclassica: mi permetto di rinviare a M. LIBERTINI, (nt. 4), e aa. ivi citt. (Gerber, Klein, Mc Closkey, Sylos Labini, Viale ecc.).

Si veda inoltre, nella stessa direzione, il celebrato libro di G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics. An Essay in Reform and Recollection*, New Haven (Conn.), Yale University Press, 2016, nella parte in cui critica le pretese di “infallibilità” dell'EAL; nonché A. RONCAGLIA, *Economisti che sbagliano*, Bari-Roma, Laterza, 2010; F. SYLOS LABINI, *Rischio e previsione. Cosa può dirci la scienza sulla crisi*, Bari-Roma, Laterza, 2016.

In ogni caso, anche se si volesse prendere per buono il *test* del *consumer welfare*, dovrebbe concludersi che esso non conduce ad un reale progresso, per la difficoltà di costruire un *test* affidabile per misurare il benessere del consumatore, soprattutto se si tiene conto del fatto che i bisogni dei consumatori non sono definibili staticamente, ma dipendono anche dall'evoluzione dell'offerta delle imprese, a sua volta mediata dall'innovazione tecnologica³⁹.

Appare dunque preferibile costruire la nozione di *competition on the merits* nei termini, sopra ricordati, di competizione fondata sulla qualità delle proprie offerte commerciali, vagliate dalla libera scelta dei consumatori. In questa prospettiva, di recente è stato sostenuto, in modo persuasivo, che la tutela della libertà di scelta degli acquirenti (non necessariamente consumatori finali) è il “filo rosso” che collega in continuità le diverse decisioni dei giudici europei in materia di a.p.d., da quelle storiche a quelle più recenti⁴⁰.

Se si accetta l'idea che *Competition on the merits* è quella situazione in cui il profitto (o l'insuccesso) dell'impresa dipende dalle libere scelte dei consumatori, si giunge alla conclusione che tale situazione viene a mancare quando i consumatori:

- (i) sono ingannati da false informazioni o da costrizione psicologica (pratiche commerciali scorrette);
- (ii) sono “costretti” a compiere certe scelte per mancanza di alternative (prezzi ingiustificatamente gravosi) o per l'esistenza di vincoli giuridici pregressi e non per libera scelta (clausole leganti e simili);
- (iii) sono privati di alternative di mercato potenzialmente interessanti (pratiche escludenti).

Come si vede, la dottrina della *competition on the merits*, da un lato, unisce sistematicamente la disciplina antitrust e quella della concorrenza sleale (o delle pratiche commerciali scorrette) e dall'altro non può dirsi una formula vuota.

In conclusione, può dirsi che l'orientamento della Corte di Giustizia, che ha collegato la “speciale responsabilità” dell'i.d. al rispetto dei principi di competizione di merito, aggiunge un altro tassello normativo importante al processo di definizione della nozione di a.p.d. Ciò non toglie, tuttavia, che questa formula di “diritto vivente” possa e debba essere più precisamente determinata.

5. Il contributo della dottrina alla costruzione della fattispecie di abuso di posizione dominante.

Nella prospettiva così delineata, può essere di qualche interesse richiamare le elaborazioni dottrinali sul concetto di a.p.d., per trarne – se possibile – spunti costruttivi. In effetti, nel diritto della concorrenza si ritiene abitualmente che il “formante” dottrinale non

³⁹ Cfr., come sintesi di una discussione molto ampia, F. DENOZZA, *Il progetto teorico dell'analisi economica del diritto antitrust e il suo fallimento*, in *20 anni di antitrust – L'evoluzione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, a cura di C. RABITTI BEDOGNI, P. BARUCCI, Torino, Giappichelli, 2010, I, 137 ss.: “se anche esistesse la possibilità di aggregare i benessere e si potesse disporre di un parametro univoco, quale si suppone essere il benessere aggregato dei consumatori, la necessità di tener conto degli obiettivi dinamici è di per sé in grado di introdurre un elemento di incertezza assoluta che impedisce di riportare la scelta del decisore all'interno del novero delle scelte ‘tecniche’, in qualsiasi ragionevole modo definite” (p. 146). Da ciò, secondo D., “l'inutilizzabilità di una nozione di efficienza identificata con la massimizzazione del benessere del consumatore” (p. 151).

⁴⁰ P. NIHOUL, “Freedom of choice”: the emergence of a powerful concept in European competition law, in *Choice. A new standard for competition law analysis*, P. NIHOUL, N. CHARBIT, E. RAMUNDO eds., *Concurrences*, 2016, 9 ss.

abbia svolto, storicamente, una funzione di primaria importanza; ma ciò è vero fino a un certo punto (in particolare in Europa), perché anche le formule giurisprudenziali si alimentano – come abbiamo già visto – di idee generali formatesi nel dibattito dottrinale.

I primi contributi dottrinali in materia di a.p.d. incentravano la nozione di abuso intorno al profilo dello “sfruttamento abusivo” della p.d. (Joliet, 1969), cioè si riferivano alle pratiche di prezzi e condizioni ingiustificatamente gravose (“monopolistiche”, nel senso tradizionale dell’espressione)⁴¹. A questa dottrina se ne contrappose un’altra (Mestmäcker, 1974), che poneva invece l’accento sulla lesione della libertà economica altrui. Si giunse così ben presto ad una sintesi, divenuta ben presto punto fermo nella costruzione della nozione di a.p.d., che distingue, all’interno della figura dell’abuso, due sottocategorie: “abusi di sfruttamento” e “abusi di impedimento”⁴². Peraltro, anche negli U.S.A. si giungeva ad una categorizzazione sostanzialmente identica, con la distinzione tra *exploitative* ed *exclusionary* (*practices*, non *abuses*, ma la sostanza non cambia)⁴³.

Al di là di questo risultato, che può dirsi ormai definitivamente acquisito, i contributi dottrinali successivi sono stati prevalentemente caratterizzati da un approccio casistico e da esegesi della giurisprudenza. La prevalenza di questo metodo “realistico” ha finito per oscurare i tentativi dottrinali di costruzione sistematica della nozione di a.p.d., che pur non sono mancati.

Si deve ricordare, in primo luogo, quello di Peter Ulmer (1977), che individua l’abuso in quella condotta che consenta l’acquisto di un vantaggio competitivo non giustificato in termini di concorrenza di merito (*Leistungswettbewerb*) e comporti anche una riduzione della concorrenza complessiva nel mercato rilevante. Quindi, una sintesi interessante di criteri funzionali e strutturali, che non ha avuto un grande seguito dottrinale perché, nel frattempo, la dottrina in materia di concorrenza è stata egemonizzata dall’analisi economica del diritto. Può dirsi tuttavia che questa dottrina ha anticipato la più recente evoluzione della giurisprudenza della Corte di Giustizia e, forse, vi ha dato ispirazione.

Il dibattito dottrinale più recente è stato oggetto di ampia analisi in un impegnativo studio di Cristoforo Osti⁴⁴. Questi ha distinto le concezioni dell’abuso fondate sull’analisi

⁴¹ Questa posizione aveva una certa base nei lavori preparatori delle norme di concorrenza del Trattato, da cui risulta che, originariamente, quelli che poi sono stati chiamati “abusi escludenti”, furono ritenuti non atti “restrittivi” della concorrenza, bensì atti di concorrenza sleale, da sanzionare con le norme generali di quest’ultima disciplina, e non con le nuove norme del Trattato (cfr. P. AKMAN, [nt. 18], 84). Ancora nella fase di redazione del Reg. 17/62 si riteneva che gli abusi si riferissero sempre a pratiche di prezzi e condizioni inique nei confronti di fornitori e clienti (ID., [nt. 18], 94).

⁴² Per la verità, una tradizione dottrinale abbastanza persistente ammette una terza categoria di abusi, definiti come *reprisal* (i.e. abusi “di ritorsione”). V. in tal senso R.A. O’DONOGHUE, A.J. PADILLA, (nt. 34), 174 ss.; J. TEMPLE LANG, *The Requirements for a Commission Notice on the Concept of Abuse under Article 82 EC*, in *www.ceps.eu*, 2008. Questa terza categoria non ha trovato accoglimento nei documenti ufficiali della Commissione e nella giurisprudenza della Corte e, in effetti, sembra adatta più a segnalare un possibile motivo della condotta abusiva che una caratteristica della stessa, atta a distinguerla dalle prime due categorie. In effetti, anche il motivo ritorsivo si tradurrà, normalmente, in una pratica di prezzi o condizioni inique o in una pratica di boicottaggio o simile.

⁴³ Cfr. R.A. POSNER, *Exclusionary Practices and Antitrust Law*, in 41 *Univ. Chicago Law Review*, 1974, 506 ss. In questo scritto l’a. sostiene, plausibilmente, che l’intero insieme degli illeciti antitrust, può riassumersi in maniera completa nelle tre categorie della collusione fra imprese e delle pratiche di sfruttamento o escludenti.

⁴⁴ C. OSTI, *Abuso di posizione dominante*, in *Enc. dir. Annali*, V, Milano, Giuffrè, 2012, 5 ss.

economica del diritto e quelle fondate su altre premesse teoriche. Nella prima categoria (dottrine ispirate all'EAL) Osti ha individuato quattro diverse correnti di pensiero⁴⁵:

- (i) criteri che individuano l'abuso nei comportamenti dell'impresa dominante che riducono il benessere del consumatore (corrente di pensiero principale);
- (ii) criteri che individuano l'abuso nei comportamenti dell'impresa dominante che escludono dal mercato un concorrente altrettanto efficiente (Posner);
- (iii) criteri che individuano l'abuso nei comportamenti dell'impresa dominante che non sarebbero redditizi (avrebbero *no economic sense*) in assenza dell'esclusione di rivali dal mercato (Bork);
- (iv) criteri correttivi che tengono conto dell'economia comportamentale e quindi della possibile "irrazionalità" dei comportamenti imprenditoriali (valutazione delle "strategie" imprenditoriali e degli indizi di prova delle medesime, al di là dell'analisi quantitativa dei fenomeni).

Sempre nella ricostruzione di Osti, ai criteri fondati sull'analisi economica del diritto si contrappongono altri criteri, e precisamente:

- a) criteri fondati su una visione "libertaria" dell'antitrust e di difesa della libertà economica, con considerazione della struttura del mercato (difesa del pluralismo imprenditoriale);
- b) criteri fondati sulla tutela della concorrenza dinamica e quindi sull'eventuale lesione della varietà di scelta, innovazione e qualità dell'offerta, nell'interesse del consumatore;
- c) criteri fondati sulla slealtà del comportamento e sull'abuso del diritto (si noti che, in questa informata ricostruzione del dibattito dottrinale in tema di a.p.d., il confronto con la dottrina dell'abuso del diritto è – in contrasto con quanto oggi spesso si afferma – relegato in un ambito marginale della discussione).

Osti mette in luce i limiti operativi di ciascuno di questi orientamenti, inclinando per una proposta che cerca di sintetizzare il criterio *a)(i)* [riduzione del benessere del consumatore] e il criterio *b)* [ostacolo all'efficienza dinamica del mercato e lesione della libertà di scelta del consumatore]. Questa proposta di soluzione non utilizza la formula della *competition on the merits* e dà spazio ai criteri fondati sull'analisi economica del diritto – sui cui limiti ci si è soffermati sopra⁴⁶ - ma, in sostanza, mi sembra confluire verso l'orientamento principale di costruzione del concetto di a.p.d., rappresentato dal "diritto vivente", cioè dalle pronunce della Corte di Giustizia.

6. Segue. *Alcune proposte dottrinali recenti. Criteri restrittivi ed estensivi, rivalutazione dell'intento monopolistico, Consumer Choice Theory.*

⁴⁵ È agevole rilevare la sostanziale corrispondenza di questa ricostruzione delle diverse versioni della nozione di abuso alla luce dell'EAL con la ricostruzione dei diversi test di valutazione della *competition on the merits* individuati nel documento dell'OCSE sopra citato (v. nt. 36).

⁴⁶ V. note 38 e 39 e relativo testo.

Negli ultimi anni il dibattito generale si è arricchito di altre proposte dottrinali, che si caratterizzano per il fatto di muoversi su terreni diversi da quello dell'analisi economica del diritto "ortodossa".

In una recente monografia, Pinar Akman⁴⁷ ha sostenuto una tesi eclettica, secondo cui l'a.p.d. richiederebbe, in generale, tre elementi, che dovrebbero essere tutti provati dall'autorità di concorrenza (o dal soggetto che agisce in giudizio contro l'i.d.):

- a) un effetto di sfruttamento della p.d., con il conseguimento di un vantaggio di mercato che non sarebbe stato ottenuto se non si fosse sfruttata la p.d.;
- b) un effetto escludente, in senso lato, nei confronti dei concorrenti;
- c) la mancanza di giustificazioni in termini di efficienza produttiva dell'impresa dominante.

Gli argomenti a sostegno della tesi sono di stampo giuspositivistico tradizionale⁴⁸, pur nel quadro di una trattazione sensibile ai profili di analisi economica. I risultati di questa ricostruzione sono però, palesemente, troppo restrittivi. Il punto *a*) porta a legittimare – in contrasto con una tradizione molto radicata del diritto antitrust europeo – le condotte dell'impresa dominante che utilizzino clausole (p.e. sconti condizionati, esclusive) che sono a disposizione anche di imprese non dominanti; inoltre, la necessità di provare in ogni caso un effetto di *exploitation* lascia fuori dall'ambito di applicazione della norma i comportamenti "predatori" puri, come le vendite sottocosto (salvo che si provi anche l'esistenza di una strategia effettiva di *recoupement* – i.e. di recupero futuro dei profitti perduti, mediante la pratica di prezzi di monopolio – da parte dell'i.d.; prova, com'è noto, molto difficile, e oggi non richiesta nel diritto vivente europeo). Infine, il rafforzamento della presunzione d'innocenza e la conseguente attribuzione all'autorità antitrust dell'onere di provare l'inefficienza della condotta dell'i.d. sono destinati a rendere ancora più improbabile la possibilità di applicazione del divieto dell'art. 102 TFUE.

È abbastanza evidente che l'insieme di soluzioni proposte da questa dottrina porterebbe ad uniformare la normativa europea sulle pratiche monopolistiche a quello che è lo stato attuale del diritto antitrust americano in materia. È merito di questa dottrina avere messo in evidenza questo punto, che è cruciale in termini di politica del diritto; e, in realtà, i giudizi di valore che sottostanno alla scelta americana, incline a riconoscere più ampi spazi alla libertà d'impresa anche a favore delle imprese dominanti, potrebbero essere il vero argomento a sostegno della soluzione caldeggiata dall'autrice, più degli argomenti esegetici in base ai quali la soluzione è formalmente argomentata. Di fronte alla indeterminatezza del testo normativo,

⁴⁷ P. AKMAN, (nt. 18).

⁴⁸ La necessità della presenza di un effetto di sfruttamento (*exploitation*) è giustificata dall'a. con argomenti tratti dall'intento originario degli autori dei trattati europei. Lo stesso tipo di argomento è utilizzato anche per il requisito sopra elencato, nel testo, sub *c*) (sostiene l'a., sulla scorta di un attento esame dei lavori preparatori dei Trattati, che l'intento fondamentale dei costituenti era quello di sostenere, mediante le norme di concorrenza, lo sviluppo e la competitività del sistema delle imprese europee). Il requisito sopra elencato sub *b*) (necessità dell'effetto escludente) è invece giustificato sulla scorta del protocollo n. 27, allegato al Trattato di Lisbona, che pone l'obiettivo di assicurare "a system ensuring that competition is not distorted". L'esigenza di prevenire le distorsioni della concorrenza sarebbe pregiudicata dall'esclusione dal mercato di imprese in grado di arricchire i contenuti dell'offerta complessiva di mercato.

che non consente di attribuire peso decisivo a tali argomenti esegetici, il giudizio di valore appuntato sui risultati dell'interpretazione diventa il vero argomento decisivo.

Ma non è detto che ciò costituisca una buona ragione per accogliere soluzioni così restrittive sulla portata del divieto di abuso. Anzi, nella opinione prevalente – e condivisa da chi scrive – un'applicazione duttile ed estensiva della norma sul divieto di abuso è necessaria per consentire al sistema antitrust di realizzare i suoi scopi (anche se poi non tutti sono d'accordo nell'approvare la politica di ammende elevate ed “esemplari” della Commissione UE).

* * *

Su tutt'altro fronte, in una monumentale monografia in 2 volumi del 2014⁴⁹, Richard Markovits, giurista antitrust eterodosso statunitense, ha ricostruito la figura della *monopolization* (estendendo la ricostruzione all'a.p.d. europeo) attribuendo un ruolo essenziale all'intento monopolistico, cioè al perseguimento, da parte di una certa impresa, di una strategia orientata principalmente “in negativo”, nel senso di rendere meno attrattive le offerte di mercato dei concorrenti. In termini domestici ed arcaici potremmo richiamare le dottrine che richiedono l'*animus nocendi* per certi atti di concorrenza sleale (come lo storno di dipendenti), salvo ammettere (come ammette anche Markovits) che l'intento possa essere desunto anche da indizi oggettivi.

La dottrina di questo a. può essere compiutamente compresa se si considera che egli è stato il più forte critico della concettualizzazione del mercato rilevante, che considera un concetto privo di rigore, non utilizzabile in mercati di concorrenza imperfetta. Perciò l'intento monopolistico potrebbe essere espresso da qualsiasi impresa dotata comunque di un certo potere di mercato.

Si tratta – con ogni probabilità – di una tesi troppo estensiva. Sul piano sistematico potrebbe dirsi – a mio avviso – che si tratta di una dottrina generale sulla concorrenza sleale, con riferimento agli illeciti concorrenziali di tal tipo che possono essere commessi da imprese dotate di potere di mercato.

In ogni caso, la questione se la norma sul divieto di a.p.d. possa applicarsi a qualsiasi caso di abuso di potere di mercato, anche se questo si svolge entro dimensioni “micro”, deve risolversi negativamente per il diritto europeo, per il quale – ai sensi dell'art. 102 TFUE – il potere di mercato diviene rilevante solo se investe almeno una “parte sostanziale” del mercato interno (e lo stesso criterio, su scala, è sancito dall'art. 3 della legge antitrust nazionale); mentre ciò non accade per la disciplina della concorrenza sleale, ove gli abusi di potere di mercato (anche in dimensioni “micro”) sarebbero rilevanti alla stregua della clausola generale di correttezza professionale.

È opportuno, piuttosto, notare (v. già *supra*, § 3) come il riferimento all'elemento soggettivo dell' “intento monopolistico” ricorre non di rado anche nella giurisprudenza europea sull'a.p.d.⁵⁰. È da ritenere, tuttavia, che tale elemento soggettivo possa avere un ruolo

⁴⁹ R.S. MARKOVITS, *Economics and the Interpretation and Application of U.S. and E.U. Antitrust Law*, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, 2014.

⁵⁰ Cfr. P.L. PARCU, M.L. STASI, (nt. 32); C. OSTI, *What's in a Name* (nt. 2); M. SIRAGUSA, (nt. 2).

di supporto probatorio complementare e di aggravante nella valutazione della colpevolezza (potenzialmente rilevante ai fini della determinazione dell'ammontare delle ammende), ma non anche come elemento idoneo a fondare, di per sé, una condotta abusiva. Dare un rilievo determinante all'intento monopolistico peccherebbe, infatti, per eccesso e per difetto: da un lato, renderebbe lecite condotte che causano una sicura distorsione del mercato, per il solo fatto della mancanza di tale intento doloso in capo all'i.d. che ha attuato la condotta; dall'altro, potrebbe portare a punire mere dichiarazioni di intenti che non si sono tradotte neanche nell'avvio di condotte adeguate a realizzare un effetto distorsivo della concorrenza.

In realtà, in tutti i casi in cui è stato determinante l'accertamento di un intento strategico monopolistico⁵¹, altrettanto determinante può considerarsi l'elemento consistente nel conseguimento di un vantaggio competitivo che evita il passaggio dal giudizio del mercato, ma si realizza mediante l'accaparramento di risorse, da parte dell'impresa dominante, a discapito dei concorrenti e senza alcuna giustificazione ai sensi dell'art. 101.3 TFUE. L'accertamento della strategia monopolistica escludente (o "intento" che dir si voglia) assume il significato di elemento probatorio idoneo a superare residui dubbi nella qualificazione della fattispecie. Lo stesso può dirsi anche con riferimento alla materia dei prezzi predatori, ove l'accertamento di una strategia escludente viene considerato (anche in un filone di pensiero statunitense) elemento determinante per risolvere casi dubbi⁵².

In altri termini, la prova di un intento doloso può essere sufficiente per l'accertamento di un illecito alla stregua della clausola generale di responsabilità extracontrattuale, mentre, quando si tratta di accertare un eventuale a.p.d. occorre incentrare l'esame sulla distorsione di funzionamento del mercato, rispetto a parametri tipici di efficienza, con possibilità di ravvisare la fattispecie anche in situazioni in cui manchi la prova del comportamento doloso⁵³.

* * *

Un'altra corrente di pensiero minoritaria nella dottrina antitrust americana, in crescita negli ultimi anni, avviata da R. Averitt e X. Lande (esponenti di spicco della FTC), e denominata "*Consumer Choice Theory*" propone poi come chiave di lettura di tutta la disciplina antitrust la tutela della libertà di scelta del consumatore, vista come elemento strutturale dell'economia di mercato. In questa chiave, i comportamenti monopolistici sono tutti quelli che consentono ad un'impresa di acquisire vantaggi competitivi eludendo la necessità di passare dal giudizio della giuria anonima dei consumatori. Questa corrente di pensiero è stata, di recente, ripresa con vigore in Europa, ove è stata anche vista come fonte di ispirazione storica della giurisprudenza europea⁵⁴.

⁵¹ C. OSTI, *What's in a Name* (nt. 2), inserisce in questa categoria di abusi *sui generis* i casi *Astra Zeneca*, *Saint Gobain*, *Pfizer*, *Coop*, *Sanofi*, *ITT Promedia*, *Huawei*. Nello scritto di M. Siragusa, cit. nella nota prec., la casistica è arricchita con ulteriori esempi tratti dalla prassi amministrativa e giudiziaria italiane.

⁵² Rinvio alla rassegna da me svolta nello scritto *supra* cit. alla nt. 6.

⁵³ In questo senso mi sembra di poter richiamare anche G. MUSCOLO, *Abuse of Litigation, Abuse of Patent and Abuse of Dominance: Where Do We Stand?*, in *Competition and Patent Law in the Pharmaceutical Sector* (nt. 2), 124, al termine di un dettagliato esame della figura dell'a.p.d. mediante *sham litigation*.

⁵⁴ V. il volume *Choice. A new standard for competition law analysis*, sopra cit. alla nt. 40.

Questa dottrina ci riporta proprio alla nozione di *competition on the merits* (a sua volta fondata, come già detto, sulla libertà di scelta dei consumatori). In questo senso può ricordarsi il recente contributo di Peter Behrens (2016)⁵⁵ che, richiamando e sviluppando una tesi di Deringer (1968), identifica l'abuso nella compressione della libertà di scelta degli altri competitori o dei consumatori, ammettendo poi – così seguendo una linea di pensiero che ormai sembra riscuotere un consenso sempre più ampio – che, anche per i comportamenti unilaterali delle imprese dominanti, queste possano invocare le circostanze esimenti dell'art. 101.3 TFUE.

7. Conclusioni sulla costruzione della fattispecie dell'abuso di posizione dominante.

Sviluppato anche questo breve *excursus* sul dibattito dottrinale, possiamo concludere nel senso che, nel dibattito sulla costruzione della fattispecie di a.p.d. si sono determinati – in una tendenziale confluenza di apporti giurisprudenziali e dottrinali – dei punti di arrivo (provvisori, come tutte le soluzioni di problemi giuridici, ma per ora soddisfacenti). Non credo dunque che sia necessario rassegnarsi a considerare la tematica dell'a.p.d. come “*un'area disciplinare a concettualizzazione debole*”, come ha affermato Roberto Pardolesi⁵⁶.

In sintesi, può dirsi che l'abuso di posizione dominante consta di due elementi:

- a) una situazione di potere di mercato, intesa come “sostanziale indipendenza” delle proprie condotte di mercato, cioè come possibilità di fatto di scegliere determinate condotte di mercato senza rischio – entro certi limiti – di temere reazioni paralizzanti di concorrenti o di fornitori o di clienti;
- b) l'acquisizione, mediante una propria condotta, di un vantaggio competitivo non giustificabile in termini di *competition on the merits*, cioè non dovuto alla libera scelta di consumatori, che ha determinato il successo commerciale di una determinata offerta.

A sua volta, il secondo elemento della fattispecie può essere definito, riprendendo quanto sopra anticipato nel § 4, in questi termini:

- (i) l'impresa dominante rafforza il proprio potere di mercato con pratiche commerciali scorrette nei confronti dei concorrenti;
- (ii) l'impresa dominante “costringe” il consumatore a compiere certe scelte, poco convenienti, per mancanza di alternative (pratica di prezzi o di condizioni ingiustificatamente gravosi) o
- (iii) per l'esistenza di vincoli giuridici pregressi e non per libera scelta (clausole leganti e simili);
- (iv) l'impresa dominante, per favorire le sue produzioni, priva i consumatori di alternative di mercato potenzialmente interessanti, o nel senso di frenare innovazioni tecnologiche o organizzative proprie o altrui o nel senso di impedire o ostacolare offerte di mercato di imprese concorrenti ragionevolmente efficienti (pratiche escludenti).

⁵⁵ *Supra*, nt. 15.

⁵⁶ R. PARDOLESI, G. FAELLA, *Foreclosure della rete per effetto di sub-investimento strategico*, in *Annuario dell'Energia*, 2014, 131 ss.

La trattazione dettagliata di queste diverse figure richiederebbe spazi non compatibili con quelli del presente scritto, per cui dev'essere rinviata ad altre sedi. Il lettore sa bene che ciascuna delle figure sopra elencate presenta problemi interni di vasta portata (ad alcuni dei quali si è fatto cenno nei primi paragrafi di questo scritto).

Ciò che conta rilevare, conclusivamente, è che, come risulta evidente, l'a.p.d. consiste nell'adozione di pratiche illecite distorsive della concorrenza, attuate nella gestione di un'impresa che sia dotata di potere di mercato. Si potrebbe anche dire di “strategie” illecite perché distorsive della concorrenza, se non fosse che ciò sembrerebbe dare rilevanza all'elemento soggettivo della condotta, che invece, come si è più volte notato, non costituisce un elemento integrante la fattispecie a.p.d.

Si tratta quindi di un illecito che attiene allo svolgimento di un'attività e può realizzarsi solo all'interno della stessa. Le condotte rilevanti possono consistere in atti negoziali come anche in comportamenti di fatto o ancora in pure omissioni o in particolari declinazioni della prassi o delle strategie aziendali (p.e. l'adozione di un piano di investimenti che limita artificialmente la creazione di capacità produttiva addizionale, quando su di essa vi sarebbe diritto di accesso dei concorrenti operanti nei mercati a valle⁵⁷).

Ciò che conta, in ultima analisi, è la valutazione negativa di una certa condotta rispetto ad un modello di buon funzionamento del mercato. Ciò spiega come, sempre più frequentemente – come già ricordato – si ritenga che anche per le condotte unilaterali dell'impresa dominante possano applicarsi le condizioni di esenzione *ex lege* dal divieto sancite dall'art. 101, al. 3, TFUE (guadagni di efficienza, beneficio per il consumatore, indispensabilità della condotta per l'ottenimento del risultato, non soppressione totale della concorrenza nel mercato rilevante)⁵⁸.

8. *Critica dell'idea secondo cui l'abuso di posizione dominante costituirebbe un esempio nell'ambito della figura generale dell'abuso del diritto.*

Nella prospettiva sopra delineata, non può configurarsi l'a.p.d. come una *species* del genere “abuso del diritto”.

In particolare, manca – a mio avviso – la connotazione essenziale dell'abuso del diritto, che non consiste, ovviamente, nella violazione di una qualsiasi norma di condotta (non è sinonimo di “illecito”), bensì si riferisce ad una violazione qualificata da qualche elemento di particolare riprovevolezza, tale da giustificare la disapplicazione di una norma attributiva di un diritto soggettivo o comunque di una libertà d'azione.

La qualifica di “abusività” porta infatti ad un capovolgimento di valutazioni giuridiche: la condotta che, a prima vista, dovrebbe essere giuridicamente protetta, diviene invece condotta vietata.

⁵⁷ Su questa discussa figura di abuso per sub-investimento strategico v. la riflessione critica di R. PARDOLESI, G. FAELLA, (nt. 56). La figura, pur nella sua elevata difficoltà di corretta applicazione, rappresenta un esempio emblematico di quella duttilità applicativa che rende preziosa la previsione del divieto generale di a.p.d. e ne marca la differenza rispetto alla figura, formalmente molto più definita, dell'abuso del diritto.

⁵⁸ Oltre a quanto richiamato alla fine del § 6, v. G. MONTI, *Article 102: sources of interpretation*, in *Abuse of dominance in EU Competition Law*, (nt. 2), 48-9.

Questo capovolgimento di valutazioni si manifesta, in effetti, anche in molti profili applicativi del divieto di a.p.d. È divenuta luogo comune – come si osservava all’inizio di questo scritto – l’affermazione per cui la “speciale responsabilità” dell’impresa dominante impone ad essa di astenersi da certe condotte (tipicamente: dall’impiego di certe clausole contrattuali o dall’esercizio di certe facoltà), che invece rimangono consentite alle imprese non dotate di particolare potere di mercato (p.e. le clausole di sconto fidelizzante, o le stesse clausole di esclusiva). Questo fenomeno non è però essenziale nella fattispecie dell’a.p.d., anche se spesso sussiste effettivamente e si inserisce come momento particolare, nell’ambito di una strategia abusiva che comunque dev’essere colta nella sua complessità, con criteri sintetici.

Manca invero, nella disciplina dell’a.p.d., la centralità dell’attribuzione – da parte dell’ordinamento – di una situazione giuridica soggettiva attiva di diritto o di potere e la conseguente necessità di capovolgere la valutazione primaria dell’ordinamento, da protezione a divieto.

Di fronte ad una singola vicenda di sospetto a.p.d., per esempio se un rifiuto di contrarre dell’impresa dominante determini una discriminazione distorsiva della concorrenza tra fornitori o tra operatori nel mercato a valle, non ci chiederemo se vi sia stato un abuso di un ipotetico diritto di discriminare (e dell’altrettanto ipotetica funzione legale di tale diritto), ma ci chiederemo se la discriminazione nei mercati a monte o a valle abbia determinato una restrizione della concorrenza lesiva dell’interesse dei consumatori, escludendo dal mercato un’offerta proveniente da un’impresa efficiente, la cui presenza avrebbe arricchito la libertà di scelta dei consumatori stessi.

Per ricostruire concettualmente l’a.p.d. come esercizio distorto di una situazione soggettiva attiva si dovrebbe quindi risalire alla generale “libertà d’impresa” (art. 16 della Carta dei Diritti Fondamentali dell’Unione Europea) o alla “libertà d’iniziativa economica” dell’art. 41, comma 1, cost. e configurare l’a.p.d. come “abuso del diritto di libertà d’impresa”. Ma questa non è una situazione soggettiva titolata, idonea ad attribuire al titolare una determinata pretesa o un determinato *ius excludendi*, di cui si possa predicare l’esercizio distorto. Non è neanche concepibile sistematicamente come diritto fondamentale della persona umana, ma piuttosto come “garanzia d’istituto”, cioè tutela oggettiva della permanenza nel sistema giuridico dell’impresa lucrativa, come struttura organizzata protagonista dell’economia di mercato capitalistica (anche nella sua versione evoluta di “economia sociale di mercato”)⁵⁹. Configurare dunque l’a.p.d. come un abuso della libertà d’impresa nulla aggiunge rispetto alla configurazione del relativo divieto come regola oggettiva di comportamento inerente all’attività d’impresa in quanto tale. Sarebbe come dire che l’atto di concorrenza sleale costituisce un “abuso del diritto di concorrenza” o che un qualsiasi illecito atipico, che causa un danno ingiusto ai sensi dell’art. 2043 c.c., costituisce un “abuso della libertà generale”.

⁵⁹ Cfr. M. LIBERTINI, *Tutela e promozione delle creazioni intellettuali e limiti funzionali della proprietà intellettuale*, in *A.I.D.A. (Annali Italiani del Diritto d’Autore)*, 2014, 316 ss.; ID., *I contratti regolati, Alcune riflessioni conclusive*, in *Contratti dell’energia e regolazione*, a cura di M. DE FOCATIS, A. MAESTRONI, Torino, Giappichelli, 2015, 257 ss.

Potrebbe dirsi anche che ci si trova di fronte ad un potere di fatto e all'abuso di tale potere. Ma anche qui l'accento non può essere posto sull'esercizio del potere in quanto tale, che non ha una definizione formale del suo oggetto – come invece avviene nell'attribuzione di diritti soggettivi – bensì sul comportamento di fatto nella sua oggettiva disfunzionalità rispetto all'efficienza del mercato (in questo senso rimane valida la consolidata massima giurisprudenziale per cui la fattispecie-base dell'a.p.d., al di là del dato nominalistico, non richiede il requisito della colpevolezza).

Ritengo anche che non possa essere di utilità, per risolvere i problemi applicativi della norma sul divieto di a.p.d., il richiamo alla dottrina generale dell'abuso del diritto.

Devo precisare che, a mio avviso, questa dottrina ha un solido fondamento di diritto positivo, e non come estensione della figura “soggettiva” costituita dall'atto emulativo, ma proprio nella sua concezione “oggettiva”, di divieto di esercizio di un diritto quando si determini una contraddizione funzionale fra l'atto di esercizio del diritto e l'interesse legalmente protetto dall'attribuzione del diritto stesso⁶⁰.

Il fondamento giuridico del divieto è nel principio costituzionale di solidarietà. Il principio del divieto di abuso del diritto si pone dunque in una logica relazionale di solidarietà (il principio di solidarietà, per quanto possa essere inteso in una accezione allargata, si traduce sempre in un problema di disciplina di rapporti intersoggettivi)⁶¹.

Nella misura in cui l'applicazione del divieto di abuso comporta un capovolgimento di valori, l'ambito di applicazione della figura dev'essere però rigorosamente circoscritto, anche se non necessariamente limitato ai soli atti dolosi⁶².

Il divieto di a.p.d. è invece una regola oggettiva di buon funzionamento del mercato, la cui applicazione non dev'essere circondata da particolari limiti garantistici. L'applicazione del divieto, condizionata dalla circostanza puramente oggettiva della distorsione concorrenziale causata da una condotta unilaterale dell'impresa dominante, può così seguire criteri estensivi, salvo poi a dare rilievo alla condizione soggettiva dell'impresa agente ai fini della

⁶⁰ Per la discussione in materia rinvio a C. RESTIVO, *Contributo ad una teoria dell'abuso del diritto*, Milano, Giuffrè, 2007 (ove appunto si sostiene la concezione oggettiva richiamata nel testo). Da ultimo, nello stesso senso, v. A. ASTONE, *Il divieto di abuso del diritto. Diritto scritto e diritto vivente*, Milano, Giuffrè, 2017.

⁶¹ In questa prospettiva merita di essere sottolineata l'alternativa fra la tesi che considera il divieto di abuso come un'applicazione del principio generale di buona fede (soluzione “tedesca”) e la tesi che pone il divieto di abuso del diritto come principio generale dell'ordinamento, lasciando poi alla buona fede una funzione residuale, nella sua accezione originaria di fonte di doveri comportamentali nell'ambito di rapporti personali individualizzati (soluzione “francese”).

Personalmente sarei incline a dare maggior credito a quest'ultima soluzione. Ciò in quanto si muova dall'assunto secondo cui il controllo dei poteri di fatto costituisce esigenza fondamentale negli ordinamenti contemporanei. In questa prospettiva la dottrina del divieto di abuso consente un controllo funzionale dell'atto di esercizio del diritto (o del potere) più incisivo (perché legato alla previa individuazione di una funzione specifica del diritto), rispetto a quanto sia consentito dalla sola e diretta applicazione del principio di buona fede.

Nel diritto vivente italiano si tende ad una visione eclettica sul punto. Così, nella più recente giurisprudenza della Cassazione, si legge che si ha abuso del diritto quando “il titolare di un diritto soggettivo, pur in assenza di divieti formali, lo eserciti con modalità non necessarie ed irrispettose del dovere di correttezza e buona fede, causando uno sproporzionato ed ingiustificato sacrificio della controparte contrattuale, ed al fine di conseguire risultati diversi ed ulteriori rispetto a quelli per i quali quei poteri o facoltà sono attribuiti” (Cass. civ., sez. lav., 15 giugno 2018, n. 15885).

⁶² Cfr. G. MUSCOLO, (nt. 53).

determinazione della sanzione (per la quale l'autorità competente gode di un ampio spazio di discrezionalità, che va dalla semplice diffida all'irrogazione di un'ammenda pari al 10% del fatturato dell'impresa).

Non si deve dunque pensare che il principio del divieto di abuso del diritto e la regola sul divieto di a.p.d. portino a risultati applicativi equivalenti. A tale proposito si può richiamare l'esempio più noto, cioè quello riguardante l'abuso dei diritti di proprietà intellettuale. In questo campo si è ritenuto giustamente⁶³ che la *patent misuse doctrine* (concettualmente assimilabile alla dottrina del divieto di abuso del diritto) consente un'applicazione duttile del divieto di abuso in casi particolari, ma l'integrazione della disciplina del divieto di abuso dei diritti di proprietà intellettuale con le regole antitrust consente di ampliare di molto le condotte vietate, mediante l'impiego della dottrina antitrust delle *essential facilities*, e soprattutto di calibrare l'ambito di applicazione del divieto in funzione di quelle situazioni in cui la condotta del titolare del diritto comporti effetti realmente distorsivi della concorrenza⁶⁴. Può dirsi, in altre parole, che l'applicazione del divieto di a.p.d. assorbe e supera il divieto di abuso del diritto rispetto ai casi economicamente importanti di abuso dei diritti di proprietà intellettuale, mentre la dottrina generale dell'abuso del diritto di proprietà intellettuale può continuare a svolgere una funzione complementare in casi residuali, in cui una determinata condotta può essere giudicata riprovevole su un piano relazionale, indipendentemente dall'analisi del mercato e dall'applicazione del criterio dell'*essential facility*.

Credo dunque, per tornare alle affermazioni dottrinali da cui hanno preso l'avvio queste riflessioni, che meriti una revisione l'idea diffusa, che vede nell'a.p.d. un esempio tipico di abuso del diritto, e meriti invece adesione la contraria opinione della dottrina specialistica, che, se pur con sfumature diverse (sono state ricordate, all'inizio, le opinioni di Ghidini, Osti e Siragusa) attribuisce all'elemento "abuso del diritto" una funzione solo complementare nell'ambito di una nozione di a.p.d., che rimane pur sempre determinata sulla base di criteri oggettivi, centrati sull'accertamento di una distorsione rispetto a un modello di buon funzionamento del mercato.

⁶³ Della sterminata letteratura in argomento richiamo, per le osservazioni riprese nel testo, la trattazione di T. KÄSEBERG, *Intellectual Property, Antitrust and Cumulative Innovation in the EU and the US*, Oxford, Hart Publishing, 2012.

⁶⁴ È proprio in virtù di questa impostazione che "EU competition policy.. has generally been less deferential to IP rights than US antitrust authorities and courts" (T. KÄSEBERG, (nt. 63), 251).

**TRASFORMAZIONE DELLE POPOLARI E LIMITI AL RIMBORSO DELLE AZIONI:
FRAMMENTI DI UN DIRITTO COSTITUZIONALE DELLE SOCIETÀ BANCARIE***

MARCO MAUGERI**

SOMMARIO: 1. Premessa: la sentenza n. 99/2018 della Corte Costituzionale. – 2. Fonti europee e potere conformativo del legislatore nazionale. – 3. Diritto societario delle banche e principi costituzionali. – 4. Limiti al rimborso e principio di proporzionalità. – 5. (Segue). – 6. Limiti al rimborso e principio di ragionevolezza.

1. *Premessa: la sentenza n. 99/2018 della Corte Costituzionale.*

Il tema della legittimità costituzionale della disciplina in materia di trasformazione delle banche popolari in s.p.a. si presta, nei suoi aspetti essenziali, ad essere analizzato in una duplice dimensione: da un lato, con riguardo al divieto di conservazione della forma cooperativa per banche aventi attivi superiori alla soglia di otto miliardi (art. 29, comma 2-*bis*, t.u.b.); dall'altro, con riguardo al potere della banca di limitare o rinviare, in tutto o in parte e senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni del socio recedente, «daddove ciò sia necessario ad assicurare la computabilità delle azioni nel patrimonio di vigilanza di qualità primaria della banca» (art. 28, comma 2-*ter*, t.u.b.). Se il primo profilo attiene alle “condizioni d’uso” della forma cooperativa per l’esercizio di una attività bancaria e sollecita, dunque, riflessioni sulla compatibilità di limiti quantitativi alla fruibilità di un determinato modello organizzativo con la libertà di iniziativa economica privata garantita dall’art. 41 Cost.¹, il secondo profilo concerne il diverso problema dei margini entro i quali sia conforme all’art. 42 Cost.² una regola che comprima l’interesse del socio dissenziente dall’operazione a conseguire tempestivamente l’integrale rimborso delle proprie azioni in ragione di superiori istanze di salvaguardia della stabilità patrimoniale e finanziaria della banca.

Nel circoscritto spazio riservato a questo intervento ci si dedicherà prevalentemente all’analisi di tale secondo aspetto, anche in considerazione della attualità impressagli dalla sentenza della Corte Costituzionale del 15 maggio 2018, n. 99³, la quale ha respinto tutte le censure di illegittimità sollevate dal Consiglio di Stato nella propria ordinanza del 15 dicembre

* Il lavoro è destinato agli Atti del Convegno su “Le metamorfosi del credito cooperativo” organizzato a Napoli il 6 e 7 ottobre 2017 dall’Associazione Gian Franco Campobasso e dall’Associazione Europea per lo Studio del Diritto Bancario e Finanziario.

** Professore ordinario di Diritto commerciale, Università Europea di Roma; email: marco.maugeri@uniroma2.it.

¹ Libertà di iniziativa economica intesa come «libera scelta di forme» da parte dei privati: v. G. OPPO, *Principi*, nel *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, I.1, Torino, Giappichelli, 2001, 8 ss.

² Ove interpretato, come è necessario fare, alla stregua «di sommo statuto generale dei diritti privati a contenuto patrimoniale»: così F. D’ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla conservazione dell’impresa e diritti privati sul patrimonio dell’imprenditore*, in *Scritti di Floriano d’Alessandro*, II, Milano, Giuffrè, 1997, 863.

³ Il testo della sentenza, pubblicato nella G.U. del 23 maggio 2018, n. 21, è consultabile in www.cortecostituzionale.it.

2016, n. 5277⁴: così collocandosi nel solco di una interpretazione, già inaugurata dalla propria decisione del 21 dicembre 2016, n. 287⁵, favorevole alla complessiva tenuta costituzionale della disciplina in questione. Si apre, in questo modo, l'occasione per formulare alcune considerazioni sulla portata dei principi affermati dalla Corte i quali, è bene ricordarlo, sono destinati a governare l'interpretazione delle norme sui limiti al rimborso non solo relativamente alla trasformazione “forzosa” in s.p.a. delle maggiori banche popolari ma,

⁴ Si è tentato un esame della ordinanza del Consiglio di Stato in M. MAUGERI, *Ancora su possibilità e limiti costituzionali di una disciplina del recesso nelle banche popolari (osservazioni a Consiglio di Stato, 15 dicembre 2016)*, in *Riv. soc.*, 2017, I, 230 ss. Cfr. anche S. AMOROSINO, *Incostituzionalità della riforma delle banche popolari per decreto legge e con l'attribuzione a Banca d'Italia di poteri regolamentari e derogatori “in bianco”*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2017, I, 385 ss.; M. LAMANDINI, *La riforma delle banche popolari al vaglio della Corte costituzionale*, in *Società*, 2/2017, 156 ss.; G. ROMANO, *Trasformazione di banca popolare, recesso e limiti al rimborso delle azioni: il d.l. n. 3/2015 di fronte alla giustizia civile, amministrativa e costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 190 ss.

⁵ Con tale decisione, come noto, la Consulta ha reputato non manifestamente irragionevole il divieto di cui all'art. 29, comma 2-bis, t.u.b. sulla base della considerazione secondo cui rientra nel potere del legislatore stabilire le condizioni di utilizzo di un determinato istituto privatistico come la forma giuridica societaria. Si era, in vero, dubitato della compatibilità di tale disposizione con il principio di proporzionalità, sia perché la norma, attribuendo rilievo alla sola consistenza dell'attivo, colpisce anche banche pienamente in linea con i requisiti prudenziali, sia perché lo scopo di una apertura al mercato dei capitali avrebbe potuto essere realizzato con mezzi meno invasivi (ad es., consentendo l'emissione di azioni con voto ponderale: v. M. LAMANDINI, *Azioni e diritto di voto nella riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, II, 253 ss.). Ma la conclusione della Corte appare difficilmente contestabile in quanto l'essenza della proprietà azionaria – e il principale tratto distintivo rispetto alla proprietà fondiaria – risiede proprio nella sua strutturale accessibilità al potere conformativo del legislatore (M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, I, 1005 ss.), fermo il limite, beninteso e proprio in forza della garanzia costituzionale della proprietà privata e della libertà d'impresa, di non snaturare l'istituto societario: come accadrebbe, ad es., se si trattasse di disciplina volta a traslare il potere di nomina e di revoca (della maggioranza) degli amministratori al di fuori dell'organo rappresentativo della collettività dei soci per assegnarlo a gruppi o entità “terze” (ad es., a rappresentanze sindacali, ai creditori o, secondo un modello fondazionale, allo Stato): v. E. SCHMIDT-ABMANN, *Der Schutz des Aktieneigentums durch Art. 14 GG*, in *Festschrift für P.Badura*, Tübingen, 2004, 1020.

A non diversa conclusione deve giungersi, del resto, ove si abbia riguardo all'ordinamento europeo. È certamente plausibile affermare che una norma come quella cristallizzata nell'art. 29, comma 2-bis, t.u.b. eriga un limite sia alla libertà di associazione riconosciuta e protetta dall'art. 11 della CEDU (norma interpretata dalla Corte EDU secondo uno schema argomentativo non dissimile da quello seguito in materia di proprietà privata, cioè rifuggendo da qualsiasi inquadramento dogmatico e privilegiando un'impostazione sostanzialistica che induce a ricomprendere nel concetto di «associazione» anche le iniziative collettive perseguenti uno scopo prevalentemente economico), sia alla libertà d'impresa riconosciuta e protetta dall'art. 16 della Carta di Nizza, almeno ove intesa come libertà di scelta della forma organizzativa (v. J. KÜHLING, in *Frankfurter Kommentar zu EUV, GRC und AEUV*, Tübingen, 2017, Art. 16, Rn. 9). Ma non bisogna dimenticare che i giudici europei lasciano ampio spazio alla discrezionalità del legislatore nazionale nella scelta dei vincoli cui subordinare la selezione dei singoli modelli societari/associativi e nell'apprezzamento dell'interesse generale al quale ancorare quei limiti, sanzionando tale apprezzamento solo quando il bilanciamento tra interesse generale e interesse dei privati sia formulato in assenza manifesta di una base di ragionevolezza (c.d. “Evidenzprinzip”): v. B. DAIBER, in *Europäische Menschenrechtskonvention*, a cura di J. Meyer-Ladewig, Baden-Baden, 2017, sub Art. 11, Rn. 15 ss.; J. KÜHLING (in questa nt.), Rn. 14; C. GRABENWARTER-K. PABEL, *Europäische Menschenrechtskonvention. Ein Studienbuch*⁶, München, 2016, 442 ss.; W.A. SCHABAS, *The European Convention on Human Rights*, Oxford, Oxford University Press, 2015, 492 ss.; F. ARNDT-A. ENGELS, in *Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten*², a cura di U. Karpenstein e F.C. Mayer, München, 2015, sub Art. 11, Rn. 21 ss. Anche nella cornice appena delineata, dunque, non sembra agevole censurare sul piano della ragionevolezza costituzionale la riforma interna attuata con il d.l. n. 3/2015, almeno se si muove dall'assunto di fondo secondo cui tale riforma avrebbe inteso promuovere il passaggio delle maggiori banche popolari al modello azionario in quanto connotato, rispetto al tipo cooperativo, da una maggiore contendibilità e facilità di accesso al mercato mobiliare e quindi più idoneo a garantire un più intenso controllo da parte dei soci sull'operato degli amministratori, come pure più immediate possibilità di raccolta di nuovo capitale di rischio in ipotesi di carenza di mezzi propri.

altresì, *in ogni ipotesi* di passaggio dalla forma cooperativa a quella azionaria e quindi anche nel caso di trasformazione “volontaria” in s.p.a. di una banca popolare di minori dimensioni o di banche di credito cooperativo (alle quali pure trova applicazione l’art. 28, comma 2-ter, t.u.b.)⁶; e a governarla, si noti, non solo relativamente alla posizione del socio ma anche, e più in generale, a quella dei portatori «degli *altri* strumenti di capitale emessi» dalla banca (secondo quanto previsto nell’ultimo inciso dello stesso art. 28, comma 2-ter, t.u.b.)⁷.

2. Fonti europee e potere conformativo del legislatore nazionale.

La Corte si preoccupa, anzitutto, di mettere chiarezza nell’inquadramento delle fonti di produzione delle norme sugli elementi computabili nel capitale di qualità primaria delle banche aventi forma di società cooperativa. E ciò fa sia con riguardo al nesso esistente tra diritto europeo e discrezionalità attuativa del legislatore domestico, sia con riguardo alla ricostruzione della scelta operata dall’art. 28, comma 2-ter, t.u.b. di rimettere alla Banca d’Italia il potere di disciplinare le modalità di limitazione del diritto al rimborso dei soci recedenti «anche in deroga a norme di legge»⁸.

Come noto, le disposizioni europee – e, segnatamente, gli artt. 28, 29, par. 2, 77 e 78 del Regolamento UE n. 575/2013 (“CRR”), nonché gli artt. 10 e 11 del Regolamento delegato n. 241/2014 (“Regolamento Delegato”) – subordinano l’inclusione delle azioni nel CET1 delle banche cooperative al rispetto di precisi requisiti. In particolare, qualora l’ordinamento interno non consenta di rifiutare il rimborso delle azioni (come è a dirsi per il diritto societario italiano), la normativa nazionale deve contemplare la facoltà della banca di «limitare il rimborso» prevedendo «sia il diritto di rinviare il rimborso che il diritto di limitare l’importo rimborsabile, anche per un periodo illimitato». Ad avviso della Corte l’enunciato precettivo appena ricordato si presenta inequivoco e ciò impedisce il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia ai sensi dell’art. 267, comma 3, del TFUE (§ 5.2.2.)⁹. Infatti, e contrariamente a quanto affermato dal Consiglio di Stato nell’ordinanza di rimessione alla Corte della questione di legittimità costituzionale, il legislatore domestico non è libero di operare alcuna scelta in ordine alle modalità della limitazione delineate dall’ordinamento europeo, dovendo piuttosto attribuire alla banca cooperativa «la ‘capacità’ di adottare sia l’una che l’altra misura come condizione perché le azioni possano essere considerate strumenti del capitale primario di classe 1». Aderendo a questa articolazione dei limiti al rimborso, il legislatore interno si

⁶ Ciò a differenza della disposizione dell’art. 29, comma 2-bis, t.u.b. la quale si applica alle sole banche popolari, con la conseguenza che, in linea di principio, potrebbero aversi banche di credito cooperativo con attivo superiore a otto miliardi: in senso critico sul punto v. M. BODELLINI, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Bari, Cacucci Editore, 2017, 82.

⁷ E v. infatti G. MARTINA, *Le azioni di finanziamento delle banche di credito cooperativo tra profili di governance e risvolti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2017, 144.

⁸ Cfr. il Cap. 4, Parte Terza della Circolare Banca d’Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 (24° aggiornamento).

⁹ La strada del rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia costituisce, infatti, un “obbligo” per gli organi giurisdizionali di ultima istanza solo quando la questione interpretativa non sia di soluzione evidente: v., sul punto, E. MALFATTI, *I “livelli” di tutela dei diritti fondamentali nella dimensione europea*³, con la collaborazione di F. Biondi Dal Monte e N. Pignatelli, Torino, Giappichelli, 2018, 266; sugli effetti della eventuale pronuncia della Corte cfr. D. GALLO, *L’efficacia diretta del diritto dell’Unione Europea negli ordinamenti nazionali*, Milano, Giuffrè, 2018, 65 ss.

sarebbe inoltre conformato al criterio del “minimo mezzo” rispetto alla diversa e più invasiva misura rappresentata dal rifiuto integrale del rimborso (§§ 5.2.3 e 5.2.5.).

Questa condivisibile conclusione in ordine all’assenza di discrezionalità del legislatore nazionale¹⁰ e prima ancora, quale suo antecedente logico, alla primazia delle norme europee sul diritto interno¹¹, viene ulteriormente sviluppata dalla Corte con riguardo alla censura sollevata dai giudici amministrativi avverso l’art. 28, comma 2-ter, t.u.b. nella parte in cui devolverebbe alla Banca d’Italia un potere «ad effetto delegificante» in ordine alla disciplina delle modalità tecniche del rimborso¹². Ad avviso della Corte, per contro, non solo «è la legge stessa che comporta l’introduzione di previsioni statutarie che, anche in deroga alle norme del codice civile, accordino agli organi amministrativi la facoltà di limitare il rimborso delle azioni del socio uscente», lasciando alla Banca d’Italia «soltanto il compito di definire le condizioni tecniche che consentono alla banca di rispettare i coefficienti patrimoniali minimi stabiliti dalla normativa prudenziale europea», ma va considerato anche, e soprattutto, che alla Banca d’Italia non compete «alcuna valutazione politico-discrezionale sugli interessi in gioco» il cui bilanciamento è operato in via definitiva dalla legge: all’Autorità di Vigilanza spetta, pertanto, solo un potere “tecnico” che risulta per di più «già fortemente circoscritto dai citati regolamenti europei» i quali dettano «condizioni stringenti per la computabilità degli strumenti di capitale delle banche nel capitale primario di classe 1» (§§ 6.1. e 6.2.). Ancora una volta, dunque, l’inquadramento della gerarchia delle fonti induce la Corte a risolvere in senso positivo, e in modo convincente, la questione di conformità costituzionale della disciplina esaminata. Se è vero, infatti, che la normativa europea prevede un margine di discrezionalità per le Autorità domestiche¹³, deve pure dirsi che questo margine ha riguardato essenzialmente la valutazione circa la necessità o meno del preventivo inserimento di una clausola nello statuto della banca avente a oggetto il potere di limitazione degli organi sociali¹⁴,

¹⁰ In favore della quale ci si era espressi in M. MAUGERI, *Ancora su possibilità e limiti costituzionali*, (nt. 4), 248, testo e nt. 57.

¹¹ M. LAMANDINI, *La riforma*, (nt. 4), 161. Sul rapporto tra le fonti dell’ordinamento europeo e quelle dell’ordinamento statale v. F. POLITI, *Diritto costituzionale dell’Unione Europea*, Torino, Giappichelli, 2018, 78 ss.

¹² Considerazioni critiche sulla “delega” operata dalla legge e conseguentemente anche sulla lettura che le viene data dalla Corte si leggono in S. AMOROSINO, *Corte costituzionale e rimborso dei soci recedenti delle banche popolari: determinante regolatoria europea e interrogativi irrisolti*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, V, in www.dirittobancario.it, 6 ss. Per un diverso ordine di rilievi v. F. BRIZZI, *Il recesso del socio di banca cooperativa tra fonti normative nazionali ed europee: una questione aperta*, in *RDS*, 2017, II, 517 ss.

¹³ Si esprime nel senso che la normativa europea avrebbe lasciato “libertà di scelta” alla Banca d’Italia nell’attuazione delle previsioni del CRR e del Regolamento Delegato in materia di limiti al rimborso (ma senza chiarire gli aspetti della disciplina europea in relazione ai quali può estrinsecarsi tale libertà di scelta delle Autorità nazionali), E. DE CHIARA, *Rinvio e limitazione del rimborso in caso di recesso e poteri normativi della Banca d’Italia*, in *Società*, 2018, VII, 842 ss. Per il rilievo generale in ordine alla tendenza del legislatore comunitario a costruire in modo “pregnante” gli interventi regolamentari dell’Autorità di Vigilanza in ambito bancario, consentendo anche deroghe al diritto societario comune ove ciò sia necessario per assicurare un quadro normativo omogeneo a livello europeo, v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista ODC*, 2/2017, 12 ss.

¹⁴ L’esigenza di una preventiva modificazione dello statuto della banca al fine di fondare il potere dell’organo amministrativo di limitare il rimborso delle azioni del socio recedente si trova, in realtà, affermata non nell’art. 28, comma 2-ter, t.u.b. bensì nella Circolare n. 285 della Banca d’Italia (cfr. la Sez. III, Cap. 4, Parte Terza) e costituisce attuazione di quanto previsto dall’art. 11, par. 2, del Regolamento Delegato a mente del quale le Autorità nazionali competenti sono chiamate a valutare «la base sulla quale è limitato il rimborso ai sensi delle disposizioni contrattuali e di legge che regolano lo strumento» e «impongono agli enti di modificare

non invece la natura e la portata di quel potere né la direzione assiologica secondo cui attuare il bilanciamento tra interesse alla stabilità finanziaria della banca e interesse al disinvestimento del socio recedente: un aspetto, quest'ultimo, con riguardo al quale ci si potrebbe forse addirittura interrogare se l'insieme di previsioni contenute nella Circolare n. 285 della Banca d'Italia, nella misura in cui riproducono il dettato del Regolamento Delegato, non siano in realtà prive del valore di «fonti di produzione» normativa svolgendo piuttosto il più contenuto ruolo di «fonti di cognizione» delle regole tecniche europee applicabili al rimborso delle azioni oggetto di recesso¹⁵.

3. *Diritto societario delle banche e principi costituzionali.*

Il richiamo alla matrice europea dell'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. non è tuttavia da solo sufficiente a sciogliere il nodo principale della questione di legittimità costituzionale sollevata dal Consiglio di Stato e cioè l'interrogativo se la conformazione dei limiti al rimborso determini una "espropriazione" di valori di pertinenza del socio recedente secondo modalità contrarie al sistema di principi che, in ambito europeo e domestico, tutelano la proprietà organizzata in forma azionaria.

È ben vero che la rilevanza degli interessi incisi dall'esercizio dell'attività bancaria si riflette sul potere conformativo del legislatore dilatandone l'ampiezza sino a ricomprendere non solo, come accade per il diritto azionario comune, il piano dell'*organizzazione* (ossia le regole che disciplinano il funzionamento e le competenze degli organi sociali), ma anche quello dell'*impresa* e della sua «sana e prudente gestione» (ossia le regole concernenti il governo prudenziale del rischio e la prevenzione/risoluzione delle situazioni di crisi della banca). Ed è altrettanto vero che l'innesto di questa accentuata prospettiva di rilevanza dell'impresa è alla base della maggiore autonomia di cui l'organo amministrativo di una banca

le corrispondenti disposizioni contrattuali se non sono convinte che la base sulla quale è limitato il rimborso sia appropriata». Sul punto v. L. CAROTENUTO, *Il diritto al rimborso del socio recedente di banca popolare in seguito alla riforma del t.u.b.*, in *RDS*, 2018, I, 69 ss. il quale, dopo avere correttamente osservato che il potere di limitazione della banca discende dalla (e quindi presuppone una) modificazione dello statuto in forza di quanto stabilito dalla Circolare n. 285, giunge poi alla conclusione che la disciplina in esame non sarebbe affetta da illegittimità costituzionale in quanto il socio dissenziente dalla delibera di modificazione dello statuto «avrebbe diritto di recedere ex art. 2437, lett. f), c.c.» e quindi di «disinvestire senza alcuna lesione» visto che la banca non potrebbe (ancora) opporgli alcun limite al rimborso: il che però, al di là della singolare circostanza che una simile interpretazione frustrerebbe lo scopo dell'intera disciplina (giacché i soci, anziché attendere la delibera di trasformazione o altra causa di scioglimento individuale del rapporto sociale esponendosi alla limitazione del rimborso, eserciterebbero il recesso già al momento della modifica statutaria senza incorrere in alcuna limitazione e anche ove il capitale primario della banca si riducesse al di sotto delle soglie prescritte), non sembra esatto già sul piano del diritto azionario comune in quanto l'introduzione della clausola statutaria in questione incide sul profilo dei *tempi* e dei *modi* di liquidazione delle azioni ma non comporta alcuna «modificazione dei criteri di determinazione del valore dell'azione» i quali restano integralmente governati dall'art. 2437-ter (o tutt'al più dall'art. 2535) c.c.

¹⁵ Per un cenno v. M. MAUGERI, *Ancora su possibilità e limiti costituzionali*, (nt. 4), 249 ss. Sulla fondamentale distinzione tra fonti «di produzione» normativa, intese come «fatti (ed atti), cioè, abilitati dall'ordinamento a creare diritto oggettivo» e fonti «di cognizione» normativa, le quali «non pongono norme, ma si limitano ad agevolare la conoscenza di norme già poste da altre (e 'vere') fonti», e sottolineando altresì la fenomenologia «tutt'altro che unitaria» di queste ultime, V. CRISAFULLI, *Lezioni di diritto costituzionale*⁶, II.1, Padova, Cedam, 1993, 4 e 6.

fruisce nella selezione degli obiettivi da perseguire¹⁶ nonché dell'affievolirsi della posizione di potere dei soci, i quali vengono riguardati principalmente alla stregua di (una particolare classe di) finanziatori dell'impresa¹⁷.

Ampiezza di potere conformativo non equivale, tuttavia, ad assenza di limiti. Già sul piano del diritto costituzionale delle società “ordinarie”, e proprio con riguardo alla vicenda del recesso, ci si potrebbe interrogare sulla libertà del legislatore di individuare i criteri di determinazione del valore di rimborso delle azioni e sulla rilevanza da assegnare al prezzo di borsa al fine di assicurare la *congruità* di quel rimborso ed evitare effetti in senso lato espropriativi della partecipazione¹⁸. Ma anche in ambito bancario si impone al legislatore tanto l'osservanza del postulato fondamentale di eguaglianza quanto il rispetto del nucleo essenziale della proprietà azionaria¹⁹.

Sotto il primo profilo, deve rilevarsi come, pur tenendo conto delle perplessità che possono avanzarsi rispetto al tentativo di invocare una applicazione diretta dell'art. 3 Cost. ai rapporti tra soci²⁰, la massima costituzionale di eguaglianza esprima comunque una esigenza intrinseca di *ragionevolezza* la quale esclude che il legislatore, nel bilanciare i diversi interessi privati coinvolti da una determinata disciplina, possa unilateralmente avvantaggiarne alcuni a

¹⁶ G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss., spec. 248 ss. Questa maggiore autonomia comporta al tempo stesso, deve dirsi, un duplice effetto sul piano della responsabilità degli amministratori: da un lato, una *riduzione* del perimetro di estensione della responsabilità sul piano societario (come conseguenza del dilatarsi dello spettro degli interessi legittimamente perseguibili: v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche*, (nt. 13), 33; dall'altro, una *estensione* di quel perimetro sul piano amministrativo e penale come conseguenza dei più stringenti obblighi di gestione/misurazione/controllo dei rischi che tipicamente presidono all'esercizio dell'attività bancaria: v., sul punto, K. LANGENBUCHER, *Bausteine eines Bankgesellschaftsrechts*, in *ZHR* 176 (2012), 663 ss.; nonché, discutendo proposte di ulteriore inasprimento della responsabilità degli amministratori e, prima ancora, di modifica delle regole sulla composizione del consiglio di amministrazione al fine di consentire che siano rappresentati gli interessi dei creditori di lungo termine della banca (e, segnatamente, degli obbligazionisti), P. DAVIES-K.J. HOPT, *Non-Shareholder Voice in Bank Governance: Board Composition, Performance and Liability*, ECGI, *Law Working Paper* N° 413, Agosto 2018.

¹⁷ G. FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2016, I, 813 ss. sottolineando come, nella materia bancaria, un ruolo «ricostruttivamente centrale» spetti al significato della società come «forma di organizzazione dell'impresa», non invece a quello di «strumento di investimento».

¹⁸ Si tratta di problema la cui soluzione dipende da molteplici variabili: e così, solo per citarne alcune, dalla circostanza che l'uscita del socio sia “volontaria” (recesso) o “forzata” (esclusione o *squeeze-out*); dallo scopo del procedimento di liquidazione delle azioni (che è diverso a seconda che si tenda alla determinazione del valore di “scambio” della partecipazione del socio uscente oppure, e ove mai configurabile, del suo valore “reale”); e ancora dalla idoneità delle quotazioni a riflettere adeguatamente il valore di scambio e/o reale della partecipazione. Sulla rilevanza per il diritto costituzionale di questi temi v. H. BERGBACH, *Anteilseigentum. Betrachtungen zur Stellung von Gesellschaftern, insbesondere Aktionären, unter der Eigentumsgarantie des Grundgesetzes*, Jena, 2010, 527 ss.; per una analisi dei riflessi societari del problema cfr. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazione di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.

¹⁹ La centralità della tutela costituzionale offerta dalla *Eigentumsgarantie* e dal *Gleichheitsgrundsatz* alla minoranza azionaria veniva sottolineata già da B. VON FALKENHAUSEN, *Verfassungsrechtliche Grenzen der Mehrheitsherrschaft nach dem Recht der Kapitalgesellschaften*, Karlsruhe, 1967, 118 ss.

²⁰ V. le pagine sempre attuali di G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 632 ss., specie a 637 (rilevando come nel diritto societario il problema della tutela del singolo socio non discenda da «discriminazioni» vietate ai sensi dell'art. 3 Cost. quanto piuttosto da disparità di trattamento ispirate all'interesse esclusivo della maggioranza o di altri soci). In generale, sul problema della “*unmittelbare und mittelbare Drittwirkung*” delle libertà costituzionali nei rapporti di diritto privato, v. K. LARENZ-M.WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*⁸, München, 1997, 107 ss.; e di recente S.V. KNEBEL, *Die Drittwirkung der Grundrechte und –freiheiten gegenüber Privaten*, Baden-Baden, 2018, 33 ss. e 69 ss.

scapito di altri, risultando piuttosto tenuto a osservare un *dovere di equidistanza* rispetto alle posizioni giuridiche coinvolte²¹.

Il secondo profilo, a sua volta concernente la tutela dell'istituto della proprietà, invita a ricordare come, malgrado le difficoltà ricostruttive a cui si espone l'identificazione del modello teorico di socio da assumere a riferimento soggettivo della protezione accordata dalla Costituzione all'investimento azionario²² – difficoltà che si acquiscono ove si tratti di precisare la natura della odierna “proprietà” cooperativa in ragione della varietà di forme partecipative nelle quali essa può venire in rilievo²³ e del peculiare atteggiamento che assume la situazione di potere del socio cooperatore rispetto a quella dell'azionista²⁴ – vi sia ormai un consenso generalizzato sulla possibilità di ricondurre la partecipazione sociale nel novero dei «beni» protetti dalla garanzia costituzionale della proprietà, secondo un indirizzo del resto da tempo praticato dalle Corti Europee²⁵ nonché, e in particolar modo, sulla necessità di

²¹ E v. E. SCHMIDT-ABMANN, *Der Schutz des Aktieneigentums*, (nt. 5), 1014: «Gebot der Äquidistanz».

²² È chiaro, infatti, che, per poter attendibilmente stabilire quale disciplina della partecipazione azionaria sia conforme alla tutela costituzionale della proprietà, è necessario avere identificato *prima*, e quindi “trascendendo” quella disciplina, il modello teorico di partecipazione reputato compatibile con le indicazioni provenienti dalla legge fondamentale dello Stato (v. P.O. MÜLBERT, *Grundsatz- und Praxisprobleme der Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht*, in *Festschrift für Hopt*, I, Berlin-New York, 2010, 1049). Al riguardo sono pensabili diversi paradigmi: v., ad es., E. SCHMIDT-ABMANN, *Der Schutz des Aktieneigentums*, (nt. 5), 1018 ss. il quale distingue in proposito il modello dell'azionista “proprietario” (“*individualrechtlicher Ansatz*”), quello dell'azionista “socio” (“*verbandsrechtlicher Ansatz*”) e quello dell'azionista “investitore” (“*kapitalmarktrechtlicher Ansatz*”).

²³ V., per tutti, G. BONFANTE, *La società cooperativa*, nel *Trattato di diritto commerciale*, V, Padova, Cedam, 2014, 185 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, nel *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, Giappichelli, 2015, 161 ss. Non minore può dirsi la frammentazione delle posizioni partecipative in una banca cooperativa, atteso che l'art. 2526 c.c. ha fatto ingresso ormai nello statuto normativo sia delle popolari (non figurando tra le norme dichiarate inapplicabili dall'art. 150-*bis*, comma 2, t.u.b.), sia delle banche di credito cooperativo (non figurando tra le norme dichiarate inapplicabili dall'art. 150-*bis*, comma 1, t.u.b., ma alle condizioni previste dall'art. 150-*ter* t.u.b.). Per il rilievo secondo cui nelle cooperative quotate la figura soggettiva di riferimento delle norme del t.u.f. sarebbe quella dell'investitore istituzionale e non quella del socio minimo A. CETRA, *La tutela delle minoranze e dei soci nell'impresa cooperativa*, *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Torino, Giappichelli, 2018, 276.

²⁴ L'esistenza del voto capitario, infatti, da un lato preclude la possibilità che in una società cooperativa si instauri una dialettica tra maggioranza e minoranza negli stessi termini in cui essa è predicabile nella s.p.a. [v. B. GROBFELD, *Genossenschaft und Eigentum*, Tübingen, 1975, 43 il quale nega che si possa finanche discorrere di una “minoranza” all'interno delle cooperative («Einen dem Minderheitsaktionär vergleichbaren „Minderheitsgenossen“ gibt es nicht»); su tali temi v. ora, diffusamente, A. CETRA, *La tutela delle minoranze*, (nt. 23), 247 ss.] ma, dall'altro e correlativamente, quel principio sembra assicurare al singolo socio una posizione “dispositiva” sull'impresa di intensità maggiore rispetto a quella predicabile nel caso dell'azionista minimo di una s.p.a. [e v. nuovamente B. GROBFELD *Genossenschaft und Eigentum*, (nt. 24), 43 («Dispositionsfreiheit über das Unternehmen im ganzen haben nur die Genossen und sonst niemand»)]. E questo secondo profilo pare trovare eco nel passaggio dell'ordinanza del Consiglio di Stato del 15 dicembre 2016 di rimessione della questione di costituzionalità alla Corte, ove i giudici amministrativi esprimono il convincimento che la trasformazione in s.p.a. e la conseguente perdita del voto capitario modifichi «sensibilmente in senso riduttivo i diritti amministrativi del socio» (§ 33).

²⁵ Cfr., con riguardo all'art. 1 del Primo Protocollo addizionale alla CEDU, i riferimenti in K. KAISER, in *Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten*², a cura di U. Karpenstein e F.C. Mayer, München, 2015, *sub* Art. 1 ZP, Rn. 21; C. GRABENWARTER-K. PABEL, *Europäische Menschenrechtskonvention*, (nt. 5), 598 ss., Rn. 3 e 6 (sottolineando come la protezione convenzionale della proprietà si estenda ai «diritti con valore patrimoniale» e quindi anche alle partecipazioni sociali).

rintracciare il nucleo minimo di quella tutela nel diritto del socio di non vedersi privato del valore del proprio investimento²⁶.

Se è concepibile infatti che il legislatore, in considerazione di un superiore scopo generale, possa sopprimere (o consentire agli organi sociali di sopprimere) singoli diritti amministrativi e finanche legittimare la ablazione della qualità di socio²⁷, ciò che si sottrae all'esercizio del potere regolativo pubblico o privato è l'esito di una "espropriazione" della sostanza economica della partecipazione²⁸, indipendentemente dalla natura del fine perseguito e quindi anche ove esso si identifichi con l'interesse generale alla stabilità bancaria. Ne deriva che, ove fosse (stata) accertata dalla Corte l'idoneità della disciplina dei limiti al rimborso a comprimere in modo intollerabile il diritto di proprietà del socio recedente, nella conformazione che gli viene impressa dall'ordinamento italiano ed europeo, l'unica via percorribile sarebbe (stata) quella di fulminare con lo stigma della incostituzionalità la norma dell'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. o comunque quella di sottoporre alla Corte di Giustizia la questione di compatibilità con la Carta dei diritti fondamentali sia dell'art. 29 del CRR, sia dell'art. 10 del Regolamento Delegato²⁹. Ed è appena il caso di sottolineare come sulla esigenza di vagliare la compatibilità dei limiti al rimborso con i principi fondanti della Carta Costituzionale e delle Carte europee non influisca in alcun modo la circostanza che il sacrificio della posizione di interesse del socio recedente sia in concreto conseguenza di una delibera del consiglio di amministrazione della banca anziché di una pronuncia dell'assemblea dei soci: ciò in quanto, come è ovvio, nella prospettiva dell'azionista pretermesso è del tutto indifferente l'identità del soggetto titolare del potere di pregiudicare la sua posizione partecipativa³⁰.

4. Limiti al rimborso e principio di proporzionalità.

Orbene, la Corte esclude, nel caso di specie, la sussistenza di una fattispecie "espropriativa". Ad avviso dei giudici costituzionali, infatti, la disciplina dei limiti al rimborso, qualora letta sistematicamente e cioè alla stregua dei criteri indicati dall'art. 10, par. 3, del Regolamento Delegato (e ripresi dalla Banca d'Italia nella Parte Terza, Cap. 4, Sez. III.1, della

²⁶ V. ancora G. FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, (nt. 17), 814 e 821; M. MAUGERI, *Banche popolari*, (nt. 5), 1016 ss. E già, con sorprendente modernità, O. VON GIERKE, *Die Genossenschaftstheorie und die deutsche Rechtsprechung*, Berlin-Hildesheim, 1887, 289 definendo la quota del socio di cooperativa (*Geschäftsanteil*) alla stregua di un «Förderungsrecht» e aggiungendo che «[A]ls Förderungsrecht gehört er [der Geschäftsanteil] zum Vermögen des Einzelnen».

²⁷ Come avviene nell'ipotesi di *squeeze-out*: cfr. Part. 111 t.u.f. e, con ben maggiore ampiezza (perché configurabile anche in società "chiuse"), il § 327a della legge azionaria tedesca.

²⁸ Può dirsi pertanto che nella materia del diritto societario, anche ove esso prenda una colorazione "bancaria", la garanzia costituzionale della proprietà azionaria si traduce in un *Vermögensschutz* (tutela patrimoniale della partecipazione) anziché in un *Bestandsschutz* (tutela della conservazione della partecipazione). In questo senso si orienta la giurisprudenza tedesca del *Bundesverfassungsgericht* e la dottrina del tutto prevalente (discorrendo al riguardo di un «dulde und liquidiere» del socio di minoranza): v. i riferimenti in B. SCHOPPE, *Aktieneigentum. Verfassungsrechtliche Strukturen und gesellschaftsrechtliche Ausprägungen der Aktie als Gegenstand des Art. 14 GG*, Köln, 2011, 188 ss.; L. KLÖHN, *Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche*, Tübingen, 2009, 85 ss.

²⁹ M. LAMANDINI, *La riforma*, (nt. 4), 161.

³⁰ Potendo trattarsi dell'assemblea, del consiglio di amministrazione o anche di singoli azionisti o terzi: v. P.O. MÜLBERT, *Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht*, (nt. 22), 1057 ss.

Circolare n. 285/2013), consentirebbe di sacrificare la posizione del socio recedente solo «nella misura e nello stretto tempo in cui ciò sia necessario per soddisfare le esigenze prudenziali», imponendo al tempo stesso «agli amministratori il dovere di verificare periodicamente la situazione prudenziale della banca e la permanenza delle condizioni che hanno imposto l'adozione delle misure limitative del rimborso e di provvedere ove esse siano venute meno»³¹.

Se si ha presente lo schema “tripartito” che deve orientare il sindacato di costituzionalità delle norme di diritto societario – e cioè l'esigenza di accertare che il sacrificio della posizione di interesse del socio sia proporzionato al fine generale perseguito dal legislatore, che non comporti comunque l'ablazione del valore della partecipazione e che sia assistito da adeguati rimedi per il caso di abuso³² – risulterà evidente come la Corte assolva con le superiori affermazioni al proprio onere di motivazione. E, in vero, da un lato nessuna definitiva perdita patrimoniale può dirsi inflitta dalla disciplina in esame al socio recedente poiché, nel caso di rinvio del rimborso, «il credito del recedente si deve considerare esigibile» una volta venute meno le ragioni del differimento, laddove il ricorso alla limitazione quantitativa dell'importo rimborsabile «deve condurre alla conservazione dei titoli non rimborsati in capo al recedente, che si vedrà in questo modo reintegrato nel suo status e nel valore patrimoniale della partecipazione»³³. Dall'altro, l'ipotesi di un esercizio arbitrario del potere di limitazione o di rinvio da parte degli organi sociali può essere adeguatamente fronteggiata dal socio sollecitandone il «sindacato in sede giudiziaria» a tutela della propria posizione (§ 5.4.).

³¹ Così il § 5.4. della sentenza n. 99/2018. In questo senso, se si vuole, v. già M. MAUGERI, *Banche popolari*, (nt. 5), 1021 ss. Manca, dunque, un connotato ricorrente delle misure espropriative per pubblico interesse, ossia la circostanza che la limitazione imposta al privato *sia a tempo indeterminato* (per la considerazione secondo cui «l'obbligo di corrispondere un indennizzo consegue non alla mera esistenza di prescrizioni limitative, bensì alla mancata individuazione di limiti di durata» v. G. ROLLA, *La tutela costituzionale dei diritti*⁶, Milano, 2018, 198).

³² Cfr., anche per una ampia analisi dell'orientamento adottato sul punto dal *Bundesverfassungsgericht*, H. BERGBACH, *Anteilseigentum*, (nt. 18), 518 ss.

³³ La Corte distingue, dunque, chiaramente la facoltà di rinvio da quella di limitazione, secondo quanto si osservava in altra sede [cfr. M. MAUGERI, *Banche popolari*, (nt. 5), 1016 ss.; in senso diverso si esprime G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative) tra diritto societario, regole europee di capital maintenance e “principio” del bail-in*, in *Riv. soc.*, 2017, I, 60 ss., testo e nt. 251, nonché 96 ss.]. In favore di questa conclusione depono il dato letterale dell'art. 10, par. 2, del Regolamento Delegato, secondo cui la capacità dell'ente di limitare il rimborso «riguarda *sia* il diritto di rinviare il rimborso *che* il diritto di limitare l'importo rimborsabile». Si può aggiungere, inoltre, il considerando n. 10 del Regolamento secondo cui «è essenziale che le disposizioni che regolano gli strumenti conferiscano all'ente la capacità di rinviare il loro rimborso e limitare l'importo da rimborsare», e che, «data l'importanza della capacità di limitare o rinviare il rimborso», gli enti bancari dovrebbero documentare ogni decisione volta a limitare il rimborso. Anche l'art. 11, par. 3, del Regolamento Delegato sembra confermare l'esattezza di tale conclusione nella misura in cui richiama «i criteri fissati nel paragrafo 3» dell'articolo 10 del Regolamento Delegato che, a loro volta, disciplinano i limiti al rimborso di strumenti di capitale emessi da banche cooperative «ai fini dell'articolo 29, paragrafo 2, lettera b), e dell'articolo 78, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 575/2013». Queste ultime disposizioni (e cioè sia l'articolo 29, paragrafo 2, lettera b), sia l'articolo 78, paragrafo 3, del CRR), come più in generale l'intero Regolamento Delegato (e v. l'art. 1, lett. d) hanno ad oggetto *esclusivamente* il caso in cui il diritto nazionale *non consenta all'ente emittente di rifiutare il rimborso* (l'ipotesi in cui il diritto nazionale consente tale rifiuto è infatti disciplinata dall'art. 29, par. 1, lett. a, del CRR): ne consegue che l'eventualità di un “rifiuto” del rimborso alla quale si riferisce l'art. 11, par. 3, del Regolamento Delegato non sembra potersi interpretarsi come sinonimo di diniego del rimborso (visto che, come detto, l'art. 11, par. 3, del Regolamento Delegato si applica solo alle ipotesi in cui l'ordinamento interno vieti all'ente di rifiutare il rimborso) bensì soltanto come espressione di un *potere di limitazione quantitativa*, allora distinto da quello di rinvio.

Se le argomentazioni appena ricordate appaiono del tutto convincenti, qualche perplessità, e proprio nella prospettiva di assicurare una *compensazione piena* del socio che si sia visto opporre i limiti al rimborso, desta il passaggio della sentenza n. 99/2018 in cui la Corte esclude la necessità, sottolineata invece dal Consiglio di Stato, di prevedere interessi corrispettivi/compensativi nell'ipotesi di rinvio del rimborso. Non convince, in particolar modo, l'eccezione secondo cui una siffatta previsione imporrebbe di considerare le azioni oggetto di recesso «come strumenti di debito anziché di capitale» ai sensi dell'art. 28, par. 1, lett. c), punto i), del CRR (§ 5.2.3.). Di là dalla considerazione che l'obbligo di corresponsione degli interessi verrebbe colpito dal “rinvio” alla stessa stregua dell'obbligo di rimborso del valore di liquidazione delle azioni (sicché la sua esistenza non sarebbe in grado di impedire la classificazione delle azioni nel capitale di classe 1 per la stessa ragione per la quale non la impedisce l'obbligo di rimborso nascente dal recesso), gli è che la previsione di interessi, *neutralizzando la perdita di valore che altrimenti il socio subirebbe in conseguenza del trascorrere del tempo*³⁴, serve in realtà a preservare l'equilibrio di interessi in gioco in modo coerente con il principio di proporzionalità³⁵: ciò soprattutto nell'ipotesi in cui il rinvio sia stato inizialmente disposto «per un periodo illimitato» di tempo ai sensi dell'art. 10, par. 2, del Regolamento Delegato (quando cioè ancora più intensamente si lascia avvertire il bisogno di proporzionalità) e tanto più ove si ritenga che il soggetto che ha esercitato il diritto di recesso sia ormai privo della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali inerenti alla partecipazione durante la pendenza del periodo di rinvio³⁶. Appare, dunque, preferibile ritenere che la banca, una volta che la sua «complessiva situazione finanziaria, di liquidità e di solvibilità» sia “capiente” ai fini del rimborso, abbia l'obbligo di reintegrare il socio nella medesima condizione economica nella quale egli si sarebbe trovato ove avesse conseguito tempestivamente il pagamento del valore di liquidazione delle azioni: una conclusione, questa, la quale, oltre ad essere coerente con la

³⁴ L'esigenza segnalata nel testo di una reintegrazione piena del socio quale manifestazione del principio di proporzionalità consente dunque di prescindere dal problema della natura di tali interessi e in particolar modo dall'inquadramento della loro funzione in chiave “remuneratoria” (come corrispettivo del godimento da parte della banca delle somme di pertinenza del recedente) o “indennitaria” (come compensazione del sacrificio sofferto dal socio che consegue in ritardo l'equivalente pecuniario delle azioni). Su questi delicati temi v., per tutti, R. NICOLÒ, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1962, 117 ss.; M. LIBERTINI, voce «Interessi», in *Enc. dir.*, XXII, Milano, Giuffrè, 1972, 97 ss.; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*¹³, Napoli, ESI, 2007, 605; A. TORRENTE-P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*²³, a cura di F. Anelli e C. Granelli, Milano, Giuffrè, 2017, 406. Ciò di cui si può semmai discutere, ove si prediliga le tesi della natura compensativa degli interessi in questione, è se spetti al socio l'onere di allegare e dimostrare il pregiudizio subito: il che può anche ammettersi purché si parta dal presupposto che al socio spetti in sede di rimborso *una somma rivalutata*, gravando allora effettivamente sul creditore della prestazione l'onere di provare «anche in base a criteri presuntivi, che la somma rivalutata (o liquidata in moneta attuale) è inferiore a quella di cui avrebbe disposto, alla stessa data della sentenza, se il pagamento della somma originariamente dovuta fosse stato tempestivo»: così Cass., 12 febbraio 2008, n. 3268, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1018, con nota di F. DEL GROSSO, *La funzione degli interessi compensativi: il risarcimento del lucro cessante nei debiti di valore*.

³⁵ V., sottolineando come solo un indennizzo finanziario pieno (“*vollumfänglicher finanzieller Wertausgleich*”) soddisfi le esigenze inerenti al principio costituzionale di proporzionalità, B. SCHOPPE, *Aktieneigentum*, (nt. 28), 142.

³⁶ Il che dipenderà dalla tesi che si sia disposti a seguire in ordine alla più generale questione relativa all'inquadramento della posizione del recedente durante il procedimento di liquidazione delle azioni: v., sul punto, M. ROSSI, *Recesso dalla spa e riduzione del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 919 ss.

disciplina generale del recesso da una banca cooperativa³⁷, mostra di trovare significativa conferma anche sul piano del diritto comparato e proprio con riguardo a situazioni nelle quali la pretesa del socio recedente al conseguimento del valore (residuo) delle azioni viene “rinviata” nell’interesse a una efficiente riorganizzazione dell’impresa³⁸.

5. (*Segue*).

Al fine di corroborare l’assunto dell’insussistenza di una vicenda espropriativa la Corte non si arresta, tuttavia, alle precedenti statuizioni ma aggiunge l’argomento secondo cui la disciplina dei limiti al rimborso sarebbe proporzionata «al perseguimento dei superiori interessi pubblici alla stabilità del sistema bancario e finanziario» in quanto bilancerebbe «in maniera non irragionevole le esigenze dell’interesse generale della comunità e la tutela dei diritti fondamentali della persona» in modo conforme all’ordinamento europeo. A tale proposito, i giudici costituzionali menzionano sia le pronunce della Corte EDU che hanno considerato compatibili con la tutela convenzionale della proprietà azionaria misure di nazionalizzazione di una banca in crisi anche in assenza di un indennizzo per gli azionisti, sia la giurisprudenza della Corte di Giustizia la quale ha ritenuto conformi all’art. 17 della Carta di Nizza misure che impongano sacrifici agli azionisti (e ai creditori subordinati) di una banca, senza arrecare loro tuttavia «un pregiudizio maggiore di quello che essi subirebbero in caso di procedura di fallimento conseguente alla mancata adozione delle misure stesse» (§§ 5.5. e 5.6.). La Corte sembra, in questo modo, evocare un parallelismo funzionale tra la norma dell’art. 28, comma 2-*ter*, t.u.b. e la disciplina in materia di risoluzioni bancarie; sensazione, questa, ulteriormente alimentata dal passaggio nel quale la Corte osserva che, in assenza di limiti al rimborso e nell’eventualità in cui il capitale di vigilanza diventasse insufficiente, si aprirebbe lo scenario della possibile soggezione della banca alle misure di risoluzione previste dalla direttiva n. 2014/59/UE (c.d. “BRRD”), con il conseguente rischio per i soci recedenti di un sacrificio «uguale se non probabilmente più grave» (§ 5.4.).

³⁷ Si intende fare riferimento alla disposizione dell’art. 2535, comma 3, c.c. che ammette la legittimità di una clausola dello statuto di cooperativa in forza della quale, in caso di recesso del socio, per la parte di azioni o quote eventualmente assegnategli ai sensi degli artt. 2545-*quinquies* e 2545-*sexies* c.c., «da liquidazione o il rimborso, *unitamente agli interessi legali*, possa essere corrisposto in più rate entro un termine massimo di cinque anni» (enfasi aggiunta). Si noti che tale disposizione non figura tra quelle dichiarate inapplicabili alle banche popolari e alle banche di credito cooperativo dai primi due commi dell’art. 150-*bis* t.u.b.: con la conseguenza che, in mancanza di (o qualora siano successivamente venute meno le) ragioni per un differimento del rimborso, «continuerebbe a trovare applicazione la norma codicistica»: così G. MARTINA, *Le azioni di finanziamento delle banche di credito cooperativo*, (nt. 7), 143; per un richiamo all’art. 2535, comma 3, c.c. v. anche E. DE CHIARA, *Rinvio e limitazione del rimborso in caso di recesso*, (nt. 13), 844.

³⁸ Si intende fare riferimento al § 225a, Abs. 5, della legge concorsuale tedesca (*Insolvenzordnung*) secondo cui, ove il concordato di una società insolvente contenga operazioni societarie idonee a legittimare il diritto di recesso del socio, il piano concordatario può differire il rimborso delle azioni sino a un massimo di tre anni «al fine di non gravare in modo inadeguato sulla situazione finanziaria del debitore» ma, ed è questo il punto, a condizione che gli importi non rimborsati maturino interessi («Nicht ausgezahlte Abfindungsguthaben sind zu verzinsen»): su tale previsione, e sottolineando appunto come gli interessi siano il necessario contrappeso al potere della procedura concorsuale di rinviare il rimborso delle azioni al socio recedente nell’ottica di assicurarne la conformità al principio costituzionale di tutela della proprietà, cfr., per tutti, H. EIDENMÜLLER, in *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*³, München, 2014 § 225a, Rn. 121.

Sul punto si deve tuttavia ancora una volta sottolineare come la norma dell'art. 28, comma 2-ter, t.u.b. non integri (né giustifichi) alcuna misura espropriativa rilevante ai sensi del terzo comma dell'art. 42 Cost. A raggiungere questa conclusione basterebbe già la considerazione più sopra svolta secondo cui l'azionista che abbia esercitato il diritto di recesso e si sia visto opporre i limiti al rimborso *non vede per ciò stesso eliso il proprio investimento*. Indipendentemente dalle modalità di contabilizzazione in bilancio delle azioni oggetto di recesso, infatti, quel che è certo è che il relativo valore non viene definitivamente acquisito al patrimonio sociale³⁹, restando di pertinenza esclusiva del socio sia nell'ipotesi in cui la banca si avvalga della facoltà del rinvio, sia nell'ipotesi in cui essa opti invece per la limitazione quantitativa del rimborso con restituzione delle azioni al recedente. Non ricorrono, dunque, gli aspetti tipici del procedimento ablatorio reale: né l'effetto "privativo", «caratterizzato dalla estinzione di una posizione di diritto soggettivo»⁴⁰, né quello "appropriativo", «che è l'effetto costitutivo di nuovi diritti reali totali o parziali di cui divengono titolari l'amministrazione o terzi da questa indicati»⁴¹. Vi è anzi da osservare che, nell'ipotesi in cui la banca prescelga la via della limitazione quantitativa con reintegrazione delle azioni nella disponibilità del recedente, quest'ultimo continuerebbe a disporre di un bene agevolmente scambiabile sul mercato regolamentato ove la banca fosse quotata⁴² e comunque a beneficiare dei vantaggi di un tipo societario (s.p.a.) caratterizzato dal principio della libera trasferibilità della partecipazione: un vantaggio, quest'ultimo, il quale, consentendo al socio di monetizzare le azioni della società risultante dalla trasformazione reinvestendo il ricavato in quote di altre banche cooperative, a ben vedere induce altresì a escludere che la sopraggiunta introduzione di limiti al rimborso leda in modo sproporzionato l'affidamento originariamente riposto dai soci della banca cooperativa sulla possibilità di disinvestire in caso di cambiamento del tipo⁴³.

Ma anche a ritenere che l'effetto privativo dell'espropriazione possa consistere non solo nella sottrazione di un bene patrimoniale alla sfera del suo titolare bensì anche nell'imposizione di diminuzioni alla sua libera fruizione⁴⁴, e ad ammettere altresì che, nel caso

³⁹ E v. G. ROMANO, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche*, (nt. 33), 79 ss.

⁴⁰ S. RODOTÀ, in *Commentario della Cost.*, a cura di G. Branca, *sub art. 42*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1982, 183.

⁴¹ M.S. GIANNINI, *Istituzioni di diritto amministrativo*, Milano, Giuffrè, 1981, 325.

⁴² Per la rilevanza di questo aspetto v. anche B. INZITARI, *La misura precauzionale della limitazione del rimborso della quota nella trasformazione delle Banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 401.

⁴³ A quanto osservato nel testo si può aggiungere: (i) da un lato, che la tutela dell'affidamento potrebbe in ogni caso predicarsi solo per coloro che abbiano sottoscritto/acquistato le azioni della banca *prima* della entrata in vigore della nuova disciplina (se non addirittura prima che fosse sufficientemente nota al mercato l'intenzione del Governo di mettere mano a tale riforma); (ii) dall'altro, che l'affidamento del privato in ordine alla persistenza nel tempo di una certa disciplina (e dei diritti da essa garantiti) non può *in via generale* considerarsi meritevole di maggior tutela rispetto all'interesse pubblico protetto dalla disciplina di nuova introduzione (per questo secondo rilievo v. anche B. SCHOPPE, *Aktieneigentum*, (nt. 28), 146, nt. 755).

Va da sé che il principio di libera trasferibilità della partecipazione a una s.p.a. e la sua natura di *investimento finanziario* che non comporta la soggezione del titolare a obblighi di prestazione personale o patrimoniale consente altresì di escludere che l'assegnazione "coatta" di azioni della società risultante dalla trasformazione leda la libertà "negativa" di associazione del socio (il diritto, cioè, di non vedersi costretto ad aderire a una forma associativa diversa da quella originariamente programmata): e v., per questa conclusione, già la sentenza del *Bundesverfassungsgericht*, 20 luglio 1954, in *BVerfGE*, 4, 7 ss., 26 (c.d. "*Investitionsbilfè*").

⁴⁴ M.S. GIANNINI, *Istituzioni*, (nt. 41), 325 ss.; E. CASETTA-G. GARRONE, voce «Espropriazione per pubblico interesse», in *Enc. giur. Treccani*, XIV, Roma, 1989, 3 ss.; e F. D'ALESSANDRO, *Interesse pubblico alla*

di specie, vi sia pure un risultato “appropriativo” in favore della banca⁴⁵, resterebbe comunque decisiva la considerazione secondo cui l’espropriazione presuppone che la perdita del diritto in capo al titolare sia *effetto immediato* di un atto autoritativo⁴⁶. Nel caso di specie, per contro, non solo manca qualsiasi esercizio di potere d’imperio di fonte statale e/o amministrativa⁴⁷, ma l’applicazione dei limiti al rimborso trova pur sempre fondamento in un atto di autonomia privata e cioè nella deliberazione con la quale l’organo gestorio della banca valuta il rimborso pregiudizievole per il capitale primario dell’ente, oltre che, e prima ancora, nella stessa *dichiarazione di recesso* e quindi in *una libera manifestazione di volontà* espressa dal socio nella consapevolezza di poter subire una compressione della propria aspettativa di rimborso⁴⁸.

Né può al riguardo obiettarsi che la prospettiva di subire il rinvio finisca con il disincentivare l’esercizio del recesso al punto tale da svuotarne il contenuto e da tradursi in una sostanziale “ablazione” dello stesso. Anche a voler condividere questa preoccupazione e a trascurare altresì il non indifferente problema applicativo che ne discenderebbe per la necessità di individuare il criterio in base al quale stabilire quando un diritto amministrativo o patrimoniale del socio, pur formalmente intatto, risulti invece sostanzialmente “svuotato” dalla legge, resterebbe comunque ferma la constatazione secondo cui quello svuotamento sarebbe conseguenza di una deliberazione dell’organo amministrativo della banca e non di un atto normativo o di un provvedimento dell’Autorità di Vigilanza volto a funzionalizzare il bene alla realizzazione di un interesse pubblico⁴⁹.

Ben diversa si presenta, dunque, la situazione in esame rispetto a quanto avviene nella disciplina in materia di risoluzione delle banche in crisi (c.d. “*bail-in*”) ove la menomazione della sfera giuridica individuale (inflitta sotto forma di “condivisione” delle perdite imposta ad azionisti e creditori subordinati) deriva da una situazione *di dissesto* attuale o potenziale⁵⁰ e

conservazione dell’impresa, (nt. 2), 868 per la riconduzione entro la nozione di «intervento d’imperio a contenuto ablatorio» di un credito non solo dei provvedimenti che cancellino un credito ma anche di quelli «che in vario modo ne limitassero il contenuto o l’oggetto, ad esempio riducendone l’importo, abbattendo il tasso di interesse, prorogando il termine e così via».

⁴⁵ Come sembra ritenere il Consiglio di Stato nell’ordinanza del 15 dicembre 2016, § 36 ove si legge che, in esito all’applicazione dei limiti al rimborso, la banca potrebbe continuare ad operare solo grazie alla «possibilità di utilizzare una *quota di capitale altrui*, perché conferita da ex soci, e quindi da *soggetti ormai estranei alla società*» (enfasi aggiunta).

⁴⁶ Cfr. G. LANDI, voce «Espropriazione per p.u. (principi)», in *Enc. dir.*, XV, Milano, Giuffrè, 1966, 809.

⁴⁷ A meno di voler rintracciare quell’atto nella stessa norma dell’art. 28, comma 2-ter, t.u.b. e nella disciplina attuativa emanata dalla Banca d’Italia. Ma si tratterebbe di una lettura priva di giustificazione perché equivarrebbe a qualificare come vicende espropriative tutte le norme del diritto societario (e non solo: v. l’art. 111 t.u.f.) che intestano alla maggioranza assembleare, agli amministratori o a singoli soci il potere di imporre decisioni con effetto vincolante per la minoranza dissenziente. E v. infatti, puntualmente, E. SCHMIDT-ABMANN, *Der Schutz des Aktieneigentums*, (nt. 5), 1023.

⁴⁸ M. MAUGERI, *Banche popolari*, (nt. 5), 1015; ID., *Ancora su possibilità e limiti costituzionali*, (nt. 4), 240 ss.; in senso analogo B. INZITARI, *La misura precauzionale della limitazione del rimborso*, (nt. 42), 401.

⁴⁹ V. nuovamente E. SCHMIDT-ABMANN, *Der Schutz des Aktieneigentums*, (nt. 5), 1023: «se l’espropriazione consiste nella ablazione di concrete posizioni giuridiche, non ogni ablazione è una espropriazione».

⁵⁰ Cfr. l’art. 17, comma 1, lett. a), del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180, recante attuazione della direttiva n. 2014/59/UE (“BRRD”).

costituisce in ogni caso esito di un provvedimento amministrativo⁵¹: il che spiega, allora, sia l'esigenza di vagliarne la legittimità costituzionale alla luce dei criteri enunciati dall'art. 42, comma 3, Cost. *per le vicende propriamente espropriative* (riserva di legge, sussistenza di preminenti motivi di interesse generale, corresponsione di un indennizzo), sia, ed è ciò che più rileva in questa sede, la sorte riservata al diritto di recesso, il quale non viene semplicemente "limitato" nell'effetto del rimborso (come è a dirsi per il caso di trasformazione delle banche cooperative in s.p.a.) *ma più radicalmente escluso*⁵².

Non resta, dunque, che ricordare quanto già in altra sede osservato⁵³ e cioè che la disciplina sui limiti al rimborso appartiene al novero di quei complessi normativi che, in esecuzione del "mandato" assegnato al legislatore ordinario dal secondo comma dell'art. 42 Cost., valgono a conformare il contenuto e i limiti della proprietà privata «allo scopo di assicurarne la funzione sociale»⁵⁴. Tale disciplina interviene, infatti, a governare rapporti tra privati e, più in particolare, a risolvere il conflitto, che *tipicamente* si pone in qualsiasi vicenda di recesso, tra l'interesse dei finanziatori (a vario titolo) di un'impresa organizzata in forma societaria alla conservazione dell'equilibrio finanziario di quest'ultima e l'interesse dei soci uscenti a conseguire tempestivamente il valore della propria partecipazione sottraendosi alle conseguenze economiche e giuridiche di una decisione che non hanno condiviso. Si tratta di un conflitto che, già sul piano del diritto comune delle società, il legislatore sarebbe libero di risolvere in favore dell'interesse alla stabilità patrimoniale dell'impresa⁵⁵; sicché non appare manifestamente privo di fondamento costituzionale il sacrificio dei soci recedenti in un settore, come quello bancario, strutturalmente caratterizzato dalla preminenza delle ragioni dell'impresa su quelle dei suoi "proprietari", e con riguardo a un tipo, quello della cooperativa, strutturalmente caratterizzato dalla variabilità del capitale e quindi da un più accentuato rischio di deflussi finanziari indotti dalla vigenza della regola della "porta aperta"⁵⁶.

⁵¹ Cfr., in luogo di molti, M. PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme*, in *L'unione bancaria europea*, a cura di M. Chiti e V. Santoro, Pisa, Pacini, 2016, 355 ss.; M. SPERANZIN, voce «Bail-in (e condivisione degli oneri)», in *Dig. disc. priv. Sez. comm.* (Aggiorn.). Torino, Utet, 2017, 28 ss., spec. 33 ss.; E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria*, Torino, Giappichelli, 2017, specie 61 ss.

⁵² Cfr. gli artt. 16, comma 2, lett. a), e 48, comma 2, del d.lgs. n. 180/2015. E v. M. PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie*, (nt. 51), 364 ss.

⁵³ Cfr. M. MAUGERI, *Banche popolari*, (nt. 5), 1008 ss. e 1017 ss.

⁵⁴ V., sulla «dimensione relazionale» della proprietà e sulla esigenza di stabilire conseguentemente «fino a che punto l'effetto conformativo possa ragionevolmente spingersi» allo scopo di assicurarne la funzione sociale senza intaccarne il «nucleo essenziale», M. IMBRENDA, *Espropriazione e conformazione degli statuti proprietari*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, IV, 1323 ss.

⁵⁵ Come accadeva nel diritto italiano delle società di capitali prima della riforma del 2003 (ove il disfavore per il recesso si manifestava sia sul piano del ridotto numero di cause di recesso consentite dalla legge, sia nella previsione di criteri di liquidazione delle azioni penalizzanti per il socio recedente). E v., con specifico riguardo alla vicenda della trasformazione, G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società*, (nt. 23), 121: «ben può infatti concepirsi un cambiamento del tipo non soggetto alla disciplina (per così dire) normale della trasformazione e pertanto non conferente, a soci non sottoposti a modifiche incisive del loro regime partecipativo, il diritto di recesso».

⁵⁶ E v. infatti, notando che nelle società cooperative «l'istituto del recesso non è mai stato particolarmente agevolato dal legislatore nel timore che la concessione di un'eccessiva libertà di scelta a favore del socio potesse favorire l'abbandono della società nei momenti di difficoltà esponendo così la cooperativa al rischio di continue crisi finanziarie legate all'andamento del mercato», G. BONFANTE, *La società cooperativa*, (nt. 23), 234 ss. Non si

6. *Limiti al rimborso e principio di ragionevolezza.*

La scelta di allocare la disciplina in esame sul piano sistematico delle norme che conformano la proprietà bancaria organizzata in forma cooperativa e non invece su quello delle misure “espropriative” sollecita, infine, un’ultima e assai sintetica osservazione: il richiamo, cioè, all’esigenza che il legislatore ordinario, nel plasmare quella disciplina, si attenga a un *principio di ragionevolezza* nel bilanciamento degli interessi incisi. Tale principio impone, come già sottolineato in precedenza, un *dovere di equidistanza* del legislatore rispetto alle posizioni giuridiche private coinvolte⁵⁷ e induce allora a ritenere che il sacrificio imposto ai soci recedenti non deve eccedere il fine di salvaguardare l’obiettivo di stabilità della banca né, in particolar modo, tradursi in un arricchimento indebito degli altri soci. Con riferimento al caso di specie, questo vuol dire che l’eventuale decisione dell’organo amministrativo di rinviare il rimborso delle azioni dei soci recedenti⁵⁸ comporterà non solo l’obbligo degli amministratori di motivare tale scelta e di monitorare periodicamente nel tempo la persistenza delle ragioni che l’avevano legittimata *ma anche quello dell’organo assembleare* di accumulare porzioni di utili futuri in misura sufficiente a soddisfare tempestivamente l’aspettativa di rimborso dei soci recedenti⁵⁹. Una diversa interpretazione⁶⁰ potrebbe esporre, infatti, l’art. 28, comma 2-ter, t.u.b. a una censura di complessiva irragionevolezza per violazione del principio costituzionale di eguaglianza ove pretendesse, da un lato, di giustificare la compressione *dell’interesse dell’azionista recedente al rimborso tempestivo del proprio investimento* con il superiore obiettivo della liquidità e della stabilità patrimoniale della banca ma, dall’altro, non garantisse a tale obiettivo eguale forza vincolante con riguardo *all’interesse dei soci rimanenti alla remunerazione periodica del proprio investimento*.

POSTILLA. La sentenza della Corte Costituzionale non ha posto la parola fine al confronto tra organi giurisdizionali in ordine alla legittimità della riforma delle banche popolari. Con ordinanza del 26 ottobre 2018, consultabile sul sito www.giustizia-amministrativa.it e pubblicata quando il presente lavoro andava ormai in stampa, il Consiglio di Stato, VI Sez., ha infatti deliberato di sollevare in via pregiudiziale dinanzi alla Corte di

può neppure trascurare di considerare che il principio di variabilità del capitale (e la soggezione alla minaccia del recesso da parte dei soci) svolge nel contempo un ruolo di “pressione” sugli amministratori rendendoli particolarmente sensibili alle esigenze manifestate dalla compagine sociale: per questo rilievo v. B. GROBFELD, *Genossenschaft und Eigentum*, (nt. 24), 25.

⁵⁷ Cfr. il precedente par. 3.

⁵⁸ L’esigenza indicata nel testo si pone essenzialmente con riguardo al caso del rinvio del rimborso, perché ove la banca optasse per la limitazione e assumendo la restituzione delle azioni al socio recedente, quest’ultimo parteciperebbe alla distribuzione dei dividendi al pari di ogni altro socio, sicché non sembra porsi in tale ipotesi una esigenza di *parità di trattamento sul piano finanziario* degli interessi in gioco.

⁵⁹ E v. L. SALAMONE, *La specialità del diritto societario come fattore di limitazione di diritti individuali del socio nelle cooperative bancarie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2016, I, 826 e 829.

⁶⁰ Come quella cui aderisce la Banca d’Italia, nel *Resoconto della consultazione sulle disposizioni di vigilanza per le banche popolari*, 2015, 8 ss. ove si nega che la posizione patrimoniale dei soci della società risultante dalla trasformazione (ad es., in ordine alla distribuzione dei dividendi) sia “subordinata” rispetto ai soci receduti dalla banca popolare.

Giustizia, ai sensi dell'art. 267 TFUE, cinque quesiti relativi alla compatibilità con la disciplina europea «di una normativa nazionale, come quella prevista dall'art. 1 del d.l. n. 3/2015, convertito con modificazioni dalla legge n. 33/2015» relativamente a diversi profili e segnatamente: (aa) con riguardo alla previsione di una soglia massima di attivo e al conseguente obbligo della banca popolare di trasformarsi in società per azioni in caso di suo superamento, in ragione del potenziale contrasto di tale previsione con le regole europee in materia di aiuti di Stato o di libera circolazione dei capitali; (bb) con riguardo alle modalità di limitazione del rimborso declinate nella Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013, la cui formulazione letterale, secondo i giudici amministrativi, si discosterebbe dal testo dell'art. 10, par. 2, del Regolamento Delegato, in quanto quest'ultimo, a differenza della Circolare, non contemplerebbe né la facoltà di rinviare il rimborso «per un periodo illimitato» di tempo né quella di limitarlo «in tutto» (cioè integralmente) (cc) infine, con riguardo alla compatibilità della stessa disciplina sui limiti al rimborso prevista dal Regolamento Delegato con gli artt. 16 e 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea (cfr. il § 20 dell'ordinanza).

Ai fini che qui rilevano ci si potrebbe chiedere se la lettura data dai giudici amministrativi all'art. 10, par. 2, del Regolamento Delegato, nella misura in cui collega alla sola ipotesi di limitazione, e non anche al rinvio, l'inciso «per un periodo illimitato» (§ 19.4 dell'ordinanza di rinvio), non comporti, come sua inevitabile e logica conseguenza, la necessità di riferire alla sola limitazione del rimborso, e non anche al rinvio, il successivo inciso (non separato dal primo da alcuna virgola) «in conformità al paragrafo 3» (recante i criteri in base ai quali gli amministratori devono valutare la situazione prudenziale della banca per decidere sulla entità del limite da applicare): con un esito interpretativo, allora, discutibile. E ci si potrebbe altresì chiedere se, nel valutare la aderenza della Circolare al dettato del Regolamento Delegato, non fossero valorizzabili ulteriori indici testuali e sistematici. Così, ad es., l'art. 10, par. 3, che impone alla banca di determinare «l'entità dei limiti al rimborso sulla base della sua situazione prudenziale *in qualsiasi momento*»: il riferimento generico alla «entità» e al plurale «limiti» potrebbe dirsi ricomprendere, infatti, anche l'ipotesi di una *limitazione integrale* del rimborso, mentre poi l'inciso «in qualsiasi momento» parrebbe compatibile con l'ipotesi di un *rinvio per un periodo illimitato* (dove l'obbligo degli amministratori della banca di monitorarne periodicamente la situazione prudenziale, secondo l'interpretazione proposta dalla Corte Costituzionale: v. la precedente nt. 31). Così, ancora, l'art. 11, par. 3, del Regolamento Delegato il quale impone alla banca di specificare i motivi per i quali «un rimborso è stato rifiutato o rinviato in tutto o in parte»: il che, ove si sia disposti a leggere il termine “rifiuto” come sinonimo di “limitazione” (v. la precedente nt. 33), potrebbe pure intendersi come conferma del fatto che non solo il rinvio ma anche la limitazione possa essere integrale. E vi è infine da chiedersi, su un piano ancor più generale, quale possa essere la ricaduta applicativa dell'eventuale statuizione di un “eccesso” di potere della Banca d'Italia nel disciplinare le modalità del rimborso (in ragione della previsione della limitazione “integrale” e/o del rinvio per un periodo “illimitato”), posto che i giudici delle leggi, con la sentenza n. 99/2018, hanno già dichiarato la conformità alla Costituzione di quelle modalità, e appunto in forza di una interpretazione costituzionalmente orientata della lettera della

Circolare [sulla necessità del giudice di privilegiare in ogni caso una “*verfassungskonforme Auslegung*” v. K. LARENZ-M. WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, (nt. 20), 106].

La Corte di Giustizia viene ora chiamata a “chiudere” il dibattito pronunciandosi in via pregiudiziale sia sulla esatta interpretazione della fonte sovranazionale sia sulla sua coerenza con lo statuto normativo europeo in materia di proprietà. La speranza è che si scriva in questo modo il capitolo conclusivo di una storia travagliata, nell’interesse generale alla certezza del diritto.

LA DISCIPLINA DELLE *TRADING VENUES* NELL'ERA DELLE RIVOLUZIONI TECNOLOGICHE: DALLE CRIPTOVALUTE ALLA *DISTRIBUTED LEDGER TECHNOLOGY*

FILIPPO ANNUNZIATA*

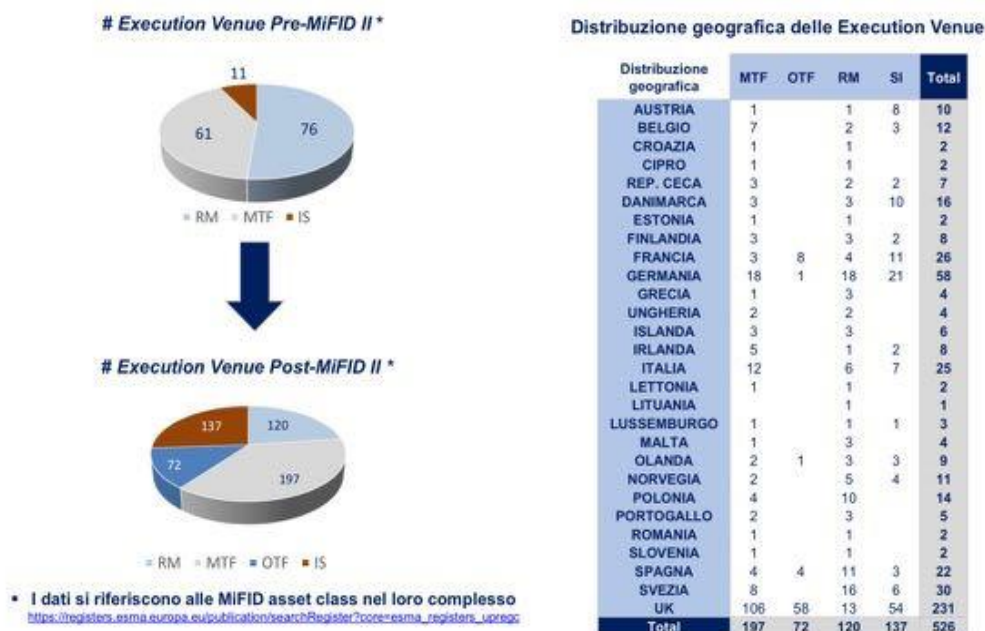
SOMMARIO: Introduzione. 1. Tecnologia e *trading venues*. – I. I Prodotti. 1. *Crypto-assets* e *token*. – II. Gli intermediari. 1. Il caso dell'*algo* e dell'*high frequency trading*: come la tecnologia orienta le regole. – III. Le infrastrutture di mercato. 1. L'impatto della *Distributed Ledger Technology*. – 2. ESMA e DLT. – 3. Il *FinTech Action Plan*. – 4. Le posizioni del Parlamento europeo. – 5. Alcune posizioni dell'EBA. – IV. Considerazioni conclusive.

Introduzione.

1. *Tecnologia e trading venues.*

Il rapporto tra tecnologia e mercati si è fatto, negli ultimi 30 anni, sempre più stretto: sin dalla “trasformazione” delle tradizionali borse in mercati telematici, realizzatasi – in pressoché tutti i Paesi europei – a partire dagli anni ‘80 del secolo scorso, la tecnologia ha rappresentato uno dei principali *driver* dello sviluppo delle sedi di negoziazione e delle regole che li connotano. L'evoluzione della disciplina, dalla Direttiva ISD del 1993, a MiFID I, sino a MiFID II lo testimonia chiaramente: la stessa nascita di *trading venues* alternative ai mercati regolamentati – segnatamente, degli Multilateral Trading Facilities (MTFs) e, più recentemente, degli Organized Trading Facilities (OTFs) – è stata resa possibile grazie, o in virtù, di tecnologie nuove, facilmente accessibili e sempre più sofisticate. Il quadro che si presenta, oggi, a livello europeo, fornisce dati che ben riflettono queste tendenze: già soltanto il confronto tra la situazione riscontrabile nel contesto della MiFID I, e quella che oggi si presenta – a circa un anno dall'entrata in vigore di MiFID II – fa registrare un significativo aumento del numero di *trading venues* in Europa, come mostrano bene i dati di seguito riportati:

* Professore Associato di Diritto dell'economia, Università Commerciale Luigi Bocconi; email: filippo.annunziata@unibocconi.it.



Sotto un diverso profilo una percentuale crescente di scambi è ormai riconducibile a negoziazioni che poggiano esclusivamente sull'utilizzo di strumenti informatici, quali negoziazioni algoritmiche (AT) e *high-frequency trading* (HTF)¹.



¹ Si pensi che, sulla base di quanto ricavabile da alcune indagini negli Stati Uniti, la parte preponderante dei volumi di negoziazione è riconducibile proprio a tecniche di AT o HFT. Tuttavia le medesime indagini relative agli Stati Uniti mostrano chiaramente una chiara tendenza alla riduzione dei margini di profitto derivanti da tali tecniche di negoziazione. I dati sono riportati dal Financial Times, *How high-frequency trading hit a speed bump*, 1 Gennaio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.ft.com/content/d81f96ea-d43c-11e7-a303-9060cb1e5f44>.

L'aumento dei volumi di negoziazione su *trading venues* riconducibile a tecniche di AT o HFT è evidente anche in Europa, dove la percentuale è in costante crescita, come ha avuto modo di osservare l'ESMA già in un documento del 2014².

Alla luce di quanto sopra, si può osservare come i fenomeni che, più di recente, connotano l'evoluzione tecnologica mostrino di avere un impatto ancora più rilevante rispetto al passato. Le nuove tecnologie stanno, in vero, rapidamente trasformando le stesse strutture, i prodotti, e gli attori delle *trading venues*. I fenomeni in essere costringono l'interprete a confrontarsi con fattispecie e questioni interpretative inedite, dai confini spesso incerti. La disciplina del mercato dei capitali – pur ampiamente novellata dopo la crisi finanziaria, ed a seguito delle corpose riforme introdotte da partire dal 2009/2010 – fatica a catturare i nuovi fenomeni: la tecnologia è più rapida dei legislatori e delle Autorità di vigilanza, che ne rincorrono il rapido divenire³.

In questa sede – come detto – intendiamo affrontare esclusivamente il tema dell'impatto delle nuove tecnologie sulla disciplina delle sedi di negoziazione, muovendo dalle tre classiche prospettive nelle quali lo studio delle *trading venues* può articolarsi, e segnatamente: i prodotti, gli intermediari, e le infrastrutture dei mercati stessi. Senza pretese di completezza, si porranno in luce quelli che, ad avviso di chi scrive, paiono fenomeni particolarmente emblematici del rapporto tra tecnologia e regolazione dei mercati, fermo restando che tale rapporto non si esaurisce nelle questioni che vengono qui affrontate. Si può tuttavia affermare, senza incorrere in grossolane approssimazioni, che i temi selezionati rientrano, quantomeno, tra quelli più densi di implicazioni, anche sul piano sistematico, nonché tra quelli che – più di recente – hanno maggiormente attirato l'attenzione degli interpreti.

I. I prodotti.

1. *Crypto-assets e token*.

L'evoluzione tecnologica ha consentito lo sviluppo, in epoca recente, di nuovi “prodotti” destinati ad essere scambiati su circuiti, piattaforme, sistemi più o meno organizzati (non necessariamente qualificabili alla stregua di vere e proprie *trading venues*, nel senso in cui tale termine deve intendersi nel contesto della disciplina *ex-MiFID II*). Le nuove tecnologie hanno, in particolare, reso possibile la diffusione di un articolato arcipelago di “*crypto-assets*”, nell'ambito dei quali il fenomeno più evidente è rappresentato dalle cc.dd. criptovalute, nonché dai cc.dd. “*token*”, questi ultimi tipicamente emessi nel contesto delle *initial coin offerings* (ICOs).

Nell'ambito delle criptovalute, il fenomeno più evidente è, naturalmente, Bitcoin. Quest'ultimo, peraltro, è soltanto il più noto di una lunga serie di criptovalute, ciascuna dotata di caratteristiche, livello di diffusione, circuiti di scambio, differenti. Più in generale, e con riguardo ai *crypto-assets* (anche diversi dalle criptovalute), risulta indicativo quanto

² Cfr. ESMA Economic Report, n. 1/2014, *High Frequency Trading Activity in EU Equity Markets*.

³ D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, R.P. BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2015/047.

recentemente rilevato dall'European Securities and Markets Authority (ESMA), che ne ha censiti oltre 2050⁴.

Il fenomeno delle criptovalute è spesso collegato – e, a volte, anche impropriamente confuso – con quello dei *token* emessi nel contesto di ICOs⁵, ossia di operazioni che – facendo ricorso alle nuove tecnologie – sono realizzate al fine di raccogliere capitali sul mercato, spesso in connessione con il lancio di nuovi progetti imprenditoriali, *start-up*, nuovi servizi, legati o meno al mondo tecnologico⁶.

Criptovalute e *token* sono accomunati dall'analoga matrice tecnologica: entrambi sono, infatti, *asset* la cui stessa creazione e circolazione è resa possibile dall'impianto delle nuove tecnologie (*Distributed ledger technologies* e *Blockchain*)⁷. Sotto vari profili, criptovalute e *token* sono però fenomeni che, pur nella comune matrice tecnologica, sono distinti, se non altro in quanto la più celebre e diffusa criptovaluta (Bitcoin) nasce per effetto di un fenomeno per così dire “orizzontale” – ossia è frutto dei meccanismi di “estrazione” e validazione prodotti dalla rete, diffusi nei relativi nodi identificabili come “*miners*” – e non già per effetto di un'operazione posta in essere da un emittente chiaramente individuale come, invece, tipicamente accade per i *token* emessi nel contesto di ICOs. Inoltre, mentre le criptovalute in senso stretto sono risorse tendenzialmente non scarse, i *token* sono connotati da elementi di scarsità⁸. A prima vista, dunque, le criptovalute presentano profili di affinità con gli strumenti di pagamento⁹, mentre i *token* con gli strumenti finanziari, nelle loro varie possibili configurazioni, in quanto strumenti volti al reperimento di capitali sul mercato da parte di un emittente.

Tale primordiale classificazione è, tuttavia, alquanto provvisoria, in quanto i due fenomeni possono intrecciarsi: da un lato, infatti, le criptovalute possono, di fatto,

⁴ ESMA *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (ESMA50-157-1391), 9 gennaio 2019, 8 (di seguito, anche “Esma Advice”): “Hundreds of crypto-assets have been issued since Bitcoin was launched in 2009. There are more than 2,050 crypto-assets outstanding representing a total market capitalisation of around EUR 110bn as of end-December 2018 – down from a peak of over EUR 700bn in January 2018”.

⁵ Una descrizione, più che una “definizione” di cosa si intende per *Initial Coin Offering* è quella elaborata da ESMA nel 2017: “An ICO is an innovative way of raising money from the public, using so-called coins or token and can also be called an initial token offering or token sale. In an ICO, a business or individual issues coins or token and puts them for sale in exchange for fiat currencies, such as the Euro, or more often virtual currencies, e.g. Bitcoin or Ether”. Il documento è reperibile all'indirizzo seguente: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-649_press_release_ico_statements.pdf.

⁶ Cfr. D.S. EVANS, *Economic Aspects of Bitcoin and Other Decentralized Public-Ledger Currency Platforms*, University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 685, 2014.

⁷ Spesso, in letteratura, i due termini sono utilizzati come sinonimi, confondendo fenomeni che, di contro, andrebbero tenuti distinti tra loro. Detta differenziazione emerge chiaramente in M.T. HENDERSON, M. RASKIN, *A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Hovey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets*, in *Columbia Business Law Review*, 2018.

⁸ In questo senso, opportunamente, il documento *Report on ICOS and Crypto-assets*, redatto dallo *Securities and Markets Stakeholders Group* dell'ESMA del 19 ottobre 2018, ESMA 22-106-1338 (di seguito, per brevità “Report SMSG”).

⁹ La natura di Bitcoin, così come quella delle altre criptovalute, rimane, tuttavia, controversa. *Ex multis v.* P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=3075820>; U.W. CHOCHAN, *Assessing the Differences in Bitcoin & Other Cryptocurrency Legality Across National Jurisdictions*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=3042248>; A. VONDRACKOVA, *Regulation of Virtual Currency in the European Union*, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2016/III/3, anche disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2896911>.

“trasformarsi” in strumenti di reperimento di capitale sul mercato, in particolare là dove esse siano impiegate nel contesto di operazioni che presentino i tratti propri di un investimento finanziario. È questo, ad esempio, il caso in cui la criptovaluta sia utilizzata nell’ambito di un’operazione volta a reperire capitali sul mercato, secondo uno schema inquadrabile nei tratti propri di un investimento finanziario: con riguardo al sistema italiano, si direbbe – per farla breve – quando la criptovaluta (o, meglio, l’operazione avente ad oggetto la criptovaluta), presenta i tratti del prodotto finanziario di cui all’art. 1, comma 1, lett. u) TUF¹⁰. È noto, infatti, che i mezzi di pagamento non configurano, nell’impianto del TUF, né strumenti, né prodotti finanziari: quando una criptovaluta è oggetto di una transazione che non ne altera la funzione caratteristica (là dove individuabile alla stregua di una funzione di pagamento) essa dovrebbe, dunque, rimanere estranea al perimetro della disciplina del mercato dei capitali in senso stretto (salva l’applicazione di regole settoriali specifiche, come ad esempio quelle in materia *anti-money laundering*, oppure quelle dei sistemi di pagamento¹¹). Quando, di contro, essa è impiegata in un più articolato contesto, l’operazione che ne risulta può essere attratta nella nozione di prodotto finanziario e, in tale ambito, il confine tra criptovalute e *token* si assottiglia, sino a scomparire.

A loro volta, i *token* emessi nel contesto delle operazioni di ICO possono assumere caratteristiche tali da renderli assimilabili, più che a strumenti o prodotti finanziari, a mezzi di pagamento e, in tale ambito, il confine con le criptovalute si assottiglia. Tale è il caso in cui il *token*, emesso nell’ambito di una ICO, può poi essere utilizzato quale strumento per corrispondere il prezzo di una prestazione, o di un bene¹². Spesso, poi, ciò che viene talvolta indicata – a livello colloquiale – come una moneta virtuale, costituisce in realtà il supporto tecnologico delle operazioni di ICOs, come è il caso di Ethereum.

Stante le articolate casistiche che possono darsi – frutto dell’impetuosa evoluzione della tecnologia e dei mercati degli ultimi anni – il problema fondamentale che si pone, nel contesto dei *crypto-assets*, attiene proprio alla loro qualificazione. Nel momento stesso in cui i *crypto-assets* vengono scambiati – grazie alle nuove tecnologie – su mercati secondari, più o meno organizzati, si pone la questione di stabilire se, ed in quale misura, la disciplina delle *trading venues* abbia vocazione ad applicarsi ai relativi scambi. Il problema fondamentale è, in tale contesto, quella di stabilire se le variegiate tipologie di *crypto-assets* siano qualificabili alla

¹⁰ V. in questo senso le prese di posizione della Consob in relazione ad operazioni qualificabili come offerta al pubblico di prodotti finanziari. La questione, che ha fatto molto discutere ma che, in realtà, era da ritenersi pacifica – in quanto ricavabile *de plano* dalla nozione di prodotto finanziario di cui all’art. 1, c. 1, lett. u) TUF –, è trattata anche in alcuni recenti contributi: v. E. GIRINO, *Criptovalute: un problema di legalità funzionale*, in *Riv. dir. banc.*, 55, 2018; P. CARRIÈRE, *Criptovalute, token e ICOs nel vigente ordinamento finanziario italiano: prime note*, 2018, disponibile all’indirizzo http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere_p._criptovalute_token_e_icos_nel_vigente_ordinamento_finanziario_italiano_prime_note_2018.pdf.

¹¹ V. a riguardo il recente Report EBA del 9 gennaio 2019, *Report with advice for the European Commission on crypto-assets* (di seguito, anche “Report EBA 2019”).

¹² La fenomenologia dei *token* risulta variegata e così la loro natura giuridica. Un primo, utile inquadramento pratico si ritrova nella *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all’assoggettamento in riferimento alle initial coin offering (ICO)* pubblicata da FINMA il 16 febbraio 2018, disponibile all’indirizzo <https://www.finma.ch/it/news/2018/02/20180216-mm-ico-negleitung/>.

stregua di strumenti finanziari, essendo la disciplina delle *trading venues ex-MiFID* riferita a piattaforme di negoziazione che hanno ad oggetto, per l'appunto, tali strumenti.

A riguardo, la disciplina, seppur di recente conio, novellata da MiFID II non è al passo con i tempi, anche perché – pur essendo entrata in vigore il 3 gennaio 2018 – di fatto essa riflette lo stato dell'arte dei mercati, e della relativa evoluzione tecnologica degli anni 2011-2013¹³, ossia del periodo in cui si sono svolti i lavori preparatori del *package* normativo MiFID II¹⁴. Un contesto, insomma, ben diverso da quello che oggi si presenta agli occhi dell'interprete.

La questione che qui si pone è stata già oggetto di numerosi contributi, sia in Italia, sia all'estero. Negli ultimi tempi si sono intensificate anche le prese di posizione da parte delle Autorità di vigilanza dei Paesi nei quali il fenomeno delle ICOs si è mostrato più vivace¹⁵. Lo stato attuale del dibattito sembra prevalentemente incentrato su di un tentativo, peraltro condivisibile, di inquadramento dei *token* nell'ambito di macrocategorie “note” al complessivo sistema della disciplina finanziaria, secondo un approccio tipicamente “bottom-up”: ossia, si analizza la fattispecie, e si tenta di inquadra, poi, all'interno delle categorie note all'ordinamento. In tale contesto, gli ambiti in cui ci si muove sono da un lato la disciplina dei servizi di pagamento e, dall'altro, la disciplina del prospetto informativo e MiFID.

Ne deriva pressoché sempre – come si ricava anche dal recentissimo ESMA Advice del gennaio 2019 – una tripartizione del fenomeno dei *token* che riflette le sintetiche osservazioni sin qui svolte, e segnatamente:

- *token* assimilabili a strumenti di pagamento;
- *token* che danno diritto a ricevere un bene, o una prestazione;
- *token* qualificabili alla stregua di una forma di investimento finanziaria (variamente denominata a seconda, ovviamente, dell'ordinamento di riferimento e/o di provenienza dell'interprete).

Naturalmente, questa conclusione lascia scoperto il problema – di non agevole soluzione – della qualificazione di eventuali *token* ibridi, sui quali il dibattito non può dirsi, allo stato, concluso, soprattutto là dove si pretenda di risolverlo applicando un generico criterio di “prevalenza” dell'una, o dell'altra componente¹⁶. Al di là di questa spinosa questione, tuttavia,

¹³ I primi fenomeni identificabili alla stregua di quanto, oggi, si ritiene rientrare nel fenomeno delle *initial coin offerings* risalgono al 2013 (la prima ICO viene ricondotta all'emissione della criptovaluta Mastercoin). Il fenomeno Bitcoin nasce nel 2009 ma, di fatto, è soltanto a partire dalla metà del 2013 che esso comincia ad attirare diffuse attenzioni, sulla scorta del suo incremento di valore (Bitcoin tocca, per la prima volta, il valore “simbolico” di 1.000 USD il 27 novembre 2013).

¹⁴ L'espressione *package* normativo, riferita a MiFID II, è funzionale a porre in luce l'estrema complessità sul piano delle fonti: si tratta, infatti, di una disciplina stratificata in varie misure di Primo e Secondo Livello, dotata di un'articolazione assai più vasta di quanto non fosse la precedente Direttiva MiFID I. A riguardo, sia consentito rinviare a F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Soc.*, 2018, 1100.

¹⁵ Tra gli esempi più significativi, anche per la tempestività del relativo intervento, si registra quello dell'Autorità svizzera FINMA: si veda la già citata *Guida pratica* del 2018, che peraltro, è il punto di arrivo di numerosi interventi precedenti emanati da FINMA.

¹⁶ Nei casi limite non pare che possano darsi delle soluzioni precostituite, ma occorrerà necessariamente analizzare il caso concreto, così da verificare quali siano le caratteristiche prevalenti nel *token*. Cfr. *Guida* FINMA, p. 3: “Le singole classificazioni dei token non si escludono necessariamente a vicenda. I token d'investimento e di

L'analisi non sembra connotarsi per profili concettuali particolarmente complessi, soprattutto per sistemi – quale quello italiano – nel quale, ad esempio, la categoria del “prodotto finanziario” è molto ampia, e flessibile.

Ciò che queste analisi, tuttavia, trascurano è la dimensione, per così dire, dinamica del fenomeno, ossia quella che attiene alla circolazione, ed allo scambio, dei *token* sul mercato secondario. Limitarsi a ricostruire una tassonomia dei *token* avendo riguardo alla loro funzione per così dire “intrinseca”, conduce, infatti, ad un risultato spurio. Da un lato, in quanto – come avremo modo di mostrare – la disciplina del mercato dei capitali va ricostruita in modo unitario, senza trascurare la dimensione che attiene alla circolazione del prodotto o dello strumento finanziario¹⁷; dall'altro, in quanto il successo e la sopravvivenza nel tempo delle operazioni di ICO paiono anche legati allo sviluppo di efficienti mercati secondari, in grado di offrire un livello di liquidità accettabile a questi strumenti. Utili riflessioni possono trarsi, a riguardo, dall'esperienza sin qui maturata in materia di operazioni di *crowdfunding* (uno dei terreni, peraltro, di naturale sviluppo delle *initial coin offerings*), in merito alle quali il problema del mercato secondario è stato più volte sollevato, ed ha indotto lo stesso legislatore ad adottare regole, per molti versi innovative, anche se – allo stato – non risolutive¹⁸ per migliorare la liquidità del mercato secondario.

Orbene, la dimensione del mercato secondario offre un buon esempio dell'impatto che le nuove tecnologie hanno sulla disciplina dei mercati: un esempio, in certo qual modo, biunivoco, in quanto, da un lato, le tecnologie forzano gli schemi concettuali tradizionali sui quali è stata edificata la disciplina delle *trading venues* e, dall'altro, sono proprio quegli schemi a condizionare la comprensione e la regolazione dei fenomeni più innovativi. Il punto fondamentale, sul quale vorremmo ora concentrarci è che – nel momento in cui si espande la prospettiva dell'analisi, per ricomprendervi i mercati di scambio dei *token* – i risultati faticosamente raggiunti in relazione alla disamina della *natura* dei *token* stessi – condotta secondo l'approccio che abbiamo definito come “*bottom up*” – rischiano di rivelarsi in parte fallaci. Ciò in quanto la disciplina delle sedi di negoziazione reagisce a sua volta sulla qualificazione del fenomeno: il momento o la fase dell'emissione del *token* non possono andare disgiunti dal momento o dalla fase che si presenta sul mercato secondario. Un approccio, quindi, *top-down*. Ma procediamo con ordine.

È noto, in primo luogo, che – nell'ordinamento interno – la qualificazione di un qualsivoglia *asset* di un'operazione di investimento alla stregua di un “prodotto finanziario” segue un approccio nel quale i profili sostanziali prevalgono su quelli formali. Indipendentemente dalla forma dell'operazione, infatti, la nozione di prodotto finanziario è tale da ricomprendere, da un lato, tutti gli strumenti finanziari (quali definiti nel contesto della disciplina *ex-MiFID*) e, dall'altro, “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” (art.

utilizzo possono anche rientrare nella categoria dei *token* di pagamento (cd. «*token ibridi*»). In questi casi, il *token* è classificabile cumulativamente come valore mobiliare e mezzo di pagamento”.

¹⁷ D'altronde, già nella nozione di strumento finanziario, l'elemento della *negoziabilità* (ossia dell'idoneità a formare oggetto di transazioni sul mercato dei capitali) dello strumento è un elemento distintivo.

¹⁸ Ci riferiamo, in particolare, alle modifiche apportate all'art. 100-ter TUF volte a consentire una sorta di rappresentazione “di secondo grado” delle quote di SRL oggetto di *crowdfunding*, per il tramite di registrazioni tenute dagli intermediari.

1, comma 1, lett. u), TUF). Secondo quanto ricavabile *de plano* da posizioni consolidate, tanto in dottrina, quanto nella prassi dell’Autorità di vigilanza, la natura finanziaria dell’operazione si ravvisa ogni qualvolta si assiste ad un impiego di capitali, a fronte di un’aspettativa di rendimento correlato al rischio (finanziario) dell’operazione stesso¹⁹. In questo senso, i tentativi di classificazione dei *token* volti a coglierne la *natura*, appaiono perfettamente giustificati ed allineati con la disciplina in materia di offerta al pubblico che poggia sulla nozione di prodotto finanziario²⁰. In altri termini, un *token* che presenti caratteri di rischio-rendimento assimilabili ad un titolo di capitale, o ad uno strumento di debito, o ad una diversa categoria di strumento finanziario, è pacificamente da considerarsi alla stregua di un prodotto finanziario. La sua offerta, pertanto, scontrerà – a livello di diritto interno – l’applicazione della disciplina delle offerte al pubblico e, in tale ambito, del prospetto informativo, salvi naturalmente i casi di esenzione.

Le distinzioni tra *financial* e *non-financial token* mirano dunque – pur con le dovute precisazioni, che derivano soprattutto dal bagaglio concettuale dell’interprete – a cogliere la c.d. “*finanziarietà*” dell’operazione di acquisizione del, o di investimento nel, *token*. Sotto tale profilo, peraltro, giova osservare come la disciplina interna, quale consolidatasi nel TUF già a partire dalla sua prima formulazione nel 1998, risulti particolarmente flessibile, e, dunque – quantomeno allo stato – già idonea a ricomprendere nel proprio ambito di applicazione i *token* finanziari, in punto di applicazione delle regole in materia di offerta pubblica (prospetto informativo).

Fatta questa debita premessa, va però osservato che – come già detto, e secondo un approccio proprio dell’ordinamento italiano, non necessariamente corrispondente a quanto si ritrova in altri sistemi europei – la nozione di prodotto finanziario ricomprende, in sé, tutti gli strumenti finanziari: nozione, quest’ultima, che deriva dall’ordinamento europeo e che, da ultimo, è stata novellata dalla disciplina MiFID II e dalle relative misure di recepimento. La qualificazione di un *token* alla stregua di un prodotto finanziario deve, dunque, svolgersi altresì alla luce della qualificazione dello stesso anche quale strumento finanziario. Pertanto, anche i *token* che, a stretto rigore, potrebbero essere privi dell’elemento della *finanziarietà* in base agli indici propri della nozione di prodotto finanziario, dovrebbero comunque considerarsi prodotti finanziari per il solo fatto di rientrare nella categoria degli strumenti finanziari²¹. Ed è proprio qui che la disciplina delle *trading venues* entra in gioco.

¹⁹ La Consob ha provveduto a dare indicazioni in tal senso in più di un’occasione: *ex multis*, cfr. Comunicazione 30 novembre 1995, n. DAL/RM/95010201; Comunicazione 12 aprile 2001, n. DEM/1027182; Comunicazione 6 maggio 2013, n. DTC/13038246.

²⁰ Di particolare rilievo, nell’attuazione pratica delle operazioni di ICO, risultano essere le ipotesi di esenzione previste dall’art. 100 TUF con riguardo all’offerta al pubblico di strumenti finanziari.

²¹ Questo “sfasamento” tra la nozione di strumento finanziario e di prodotto finanziario connota, ad esempio, anche altre categorie interessate da questa tassonomia: si pensi, ad esempio, alle quote di emissione, che oggi MiFID II considera tra gli strumenti finanziari *tout court*. Orbene, è quantomeno dubbio che le quote di emissione siano pacificamente riconducibili alla nozione classica di “prodotto finanziario” (mentre è da sempre pacifico che i derivati aventi quali sottostante le quote di emissione possano qualificarsi quali strumenti finanziari e, dunque, quali prodotti finanziari ai sensi del TUF: sul tema sia consentito richiamare F. ANNUNZIATA, *L’atmosfera come bene negoziabile. I contratti di cessione di quote di emissione tra tutela dell’ambiente e disciplina del mercato finanziario*, in *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006).

Non è questa la sede per tentare una ricostruzione anche solo preliminare della complessa tassonomia degli strumenti finanziari quali, oggi, identificati nella Sezione C dell'Allegato 1 al TUF (che rispecchia l'analogo elenco di cui alla Direttiva MiFID II). Ciò che qui preme osservare è che, per alcuni strumenti finanziari, sussiste comunque una piena sovrapposibilità tra gli stessi e gli "altri" prodotti finanziari: ciò, ad esempio, vale per la categoria dei valori mobiliari (elencati all'Allegato C, Sezione I, TUF), che comprendono, tra gli altri, i tipici strumenti di raccolta di capitale da parte delle imprese (*equity* o non *equity*).

I *token* finanziari, sotto tale profilo, rientrano o possono rientrare agevolmente tra gli strumenti finanziari, essendo assimilabili a strumenti di *equity*, o di debito (nel sistema italiano potrebbero ad esempio essere assimilati alle azioni, alle obbligazioni, o agli strumenti finanziari partecipativi), e come tali rientrare nel punto 1) dell'Allegato 1, Sezione C del TUF. Posto che è alquanto improbabile che un *token* possa rientrare tra gli "strumenti del mercato monetario" di cui al punto 2) dell'elenco, eventualmente alcuni *token* potrebbero, invece, rientrare tra le quote di OICR di cui al punto 3): in particolare, quando essi riflettono un sottostante rappresentato da attività in *pool*, assimilabili al patrimonio di un organismo di investimento collettivo²².

Naturalmente – e come ben messo in luce nell'ESMA Advice del gennaio 2019 – affinché un *token* finanziario possa qualificarsi alla stregua di uno strumento finanziario – in specie, rientrante nel punto 1) dell'elenco – esso deve essere dotato del requisito della *negoziabilità*. Sebbene non sussista unanimità di vedute su come debba intendersi tale requisito nel contesto della disciplina MiFID²³, si può comunque dire che la questione non presenta, ai fini che qui interessano, particolari profili di interesse: non tanto perché la nozione di "negoziabilità" – in vero centrale, nel sistema MiFID, ai fini della qualificazione di "strumento finanziario" – non ponga problemi di rilievo, anche sul piano sistematico, ma perché quella questione si pone, con riguardo ai *token*, esattamente nella stessa maniera nella quale essa si pone per qualsivoglia altro strumento finanziario.

Il vero problema, dunque, consiste nello stabilire se i *token* – che non rientrano nel punto 1) dell'elenco – possano ricondursi ad una o più delle altre tipologie di strumenti finanziari di cui all'elenco MiFID e, in particolare, agli strumenti derivati, con particolare riguardo ai derivati su "merci" – per tali intendendosi quelli "*che fanno riferimento a merci o attività sottostanti di cui all'Allegato I, sezione C, punti 5), 6), 7) e 10), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera c), quando fanno riferimento a merci o attività sottostanti menzionati all'Allegato I, sezione C, punto 10)*"²⁴. Sul punto, è noto che l'approccio della disciplina *ex-MiFID* ruota attorno alla identificabilità, in capo allo strumento derivato su merci, di determinati indici di *finanziarietà*, quali sono venuti via via definendosi dapprima nel contesto della Direttiva MiFID e, più recentemente, MiFID II. La *finanziarietà* dei derivati su merci – requisito essenziale perché essi possano considerarsi strumenti finanziari secondo MiFID – costituisce (ormai da tempo, quantomeno dalla Direttiva MiFID I, ma già anche dalla Direttiva n. 93/22/CEE) uno dei

²² Talune indicazioni, a riguardo, si rinvencono nell'ESMA Advice del gennaio 2019.

²³ V., a riguardo, le diverse posizioni manifestate dalle Autorità di vigilanza europee consultate nel contesto dell'ESMA Advice del gennaio 2019.

²⁴ Così l'art. 1, comma 2-ter, TUF.

temi più complessi dell'intera materia dei servizi ed attività di investimento: un vero e proprio crocevia, dai delicati equilibri, tra disciplina delle attività finanziarie, ed economia reale²⁵. Sulla scorta di un'evoluzione normativa che, dal primo approccio di MiFID I, si è poi consolidata nell'assetto di MiFID II, la *finanziarietà* dei derivati su merci si connota per alcuni elementi di fondo, che sono rappresentati: (i) dalla nozione sostanzialmente anodina di “merci”, in grado di ricomprendere, di fatto, qualsiasi bene, attività, parametro, indice, che sia impiegato quale sottostante di uno strumento derivato²⁶; (ii) dalla nozione estremamente ampia di “strumento derivato” ai sensi di MiFID II, che è idonea a ricomprendere non soltanto i derivati più classici, e in qualche modo “tipici”, ma qualsivoglia strumento che sia assimilabile a questi ultimi; (iii) dalla circostanza per la quale – alternativamente – il derivato sia regolato (o regolabile, a seconda dei casi), in contanti, e/o dalla circostanza per la quale il derivato sia negoziato su di una *trading venue* riconosciuta ai sensi di MiFID II²⁷.

La questione che, ai fini che qui interessano, assume, dunque, rilievo prioritario:

- se i *token* sono suscettibili nelle categorie-base degli strumenti finanziari ai sensi di MiFID II – per tali intendendosi quelli di cui ai punti da 1) a 3) dell'elenco – essi sono, per definizione, anche prodotti finanziari e ricadono nell'ambito della disciplina tanto dei servizi di investimento quanto dell'offerta al pubblico;

- se i *token* non sono suscettibili nelle categorie-base di strumenti finanziari, essi potrebbero qualificarsi alla stregua di strumenti derivati. A quel punto, anche se i *token* non sono intrinsecamente di tipo finanziario, nel momento in cui essi vengono scambiati su di una *trading venue* riconosciuta, essi si qualificano come strumenti finanziari. E, sempre a quel punto, i *token* si qualificano *anche* come prodotti finanziari: con il che la tassonomia classica – volta a distinguere tra *financial* e *utility token* – diviene in parte inutile. Il risultato, infatti, è che la negoziazione su di una *trading venue* renderebbe anche un *utility token* “puro” uno strumento finanziario *ex-MiFID*, facendolo rientrare a pieno titolo nella disciplina del mercato dei capitali. Queste sono, dunque, le conseguenze dell'approccio *top-down*, che muove – anziché dalla tassonomia dei *token* – da quella delle *trading venues*, e la conseguenza che ne deriva è duplice: da un lato, il *token* sarà assoggettato a tutta la disciplina degli strumenti finanziari *ex-MiFID*, nonché a quella applicabile ai prodotti finanziari; dall'altro lato, la *venue* sulla quale il *token* è scambiato potrebbe doversi comunque qualificare alla stregua di una *trading venue* sottoposta al regime MiFID (mercato regolamentato; MTF; OTF).

La questione della qualificazione dei *token* alla stregua di strumenti derivati risulta, allo stato attuale del dibattito, sostanzialmente aperta, come ben mostrano i risultati dell'indagine condotta presso le Autorità di vigilanza degli Stati membri nel contesto dell'ESMA Advice

²⁵ Ci sia consentito di rinviare a riguardo a F. ANNUNZIATA, *Strumenti derivati, disciplina del mercato dei capitali ed economia reale: una frontiera mobile. Riflessioni a margine del progetto di revisione della MiFID*, in *I contratti “derivati”: dall'accordo alla lite*, a cura di U. MORERA e R. BENCINI, Bologna, Il Mulino, 2013, 13 ss.

²⁶ In questo senso, la nozione di “merci”, nel contesto della disciplina MiFID II, ricomprende sia le tipiche *commodities* proprie dei relativi derivati, sia ogni altra grandezza, attività, parametro, diritto, obbligo (quelli che, per comodità, si possono anche identificare come derivati “esotici”, come ha fatto lo stesso ESMA nel *Final Report Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, 28 settembre 2015, ESMA/2015/14).

²⁷ Rientrano in tale ambito, come noto, i mercati regolamentati, gli MTF e gli OTF.

2019. L'impressione che si ricava dalle – in vero, scarse – analisi sin qui svolte è, tuttavia, di uno scarso approfondimento di questo profilo. L'attenzione, sino ad ora, si è soprattutto concentrata sulla esigenza di qualificare i *token* alla stregua di *asset* idonei a rientrare nelle categorie-base degli strumenti finanziari disciplinati da MiFID, mentre il tema della loro riconducibilità ai derivati è stato sostanzialmente trascurato. Gli è, a dire il vero, che tale questione non sembra possa risolversi in senso generale, giacché essa richiede una disamina, caso per caso, del singolo *token* e delle sue caratteristiche²⁸. Certamente, quanto il *token* ha, come sottostante, uno strumento di raccolta di capitale riconducibile alle tassonomie note al diritto comune, la sua qualificazione alla stregua di un derivato pare, tutto sommato, agevole. Per riferirci a categorie note all'ordinamento italiano questo potrebbe essere, ad esempio, il caso di un *token* emesso – facendo leva sul disposto dell'art. 100-ter, commi 2-bis e 2-ter TUF – nel contesto di operazioni di *crowdfunding*²⁹, e che avrebbe, in tale contesto, come “sottostante” quote di società a responsabilità limitata.

Quando, invece, si tratta di un puro *utility token*, o di un *token* ibrido, la questione è più complessa, dovendosi, in particolare, appurare se: (i) il *token* abbia un “sottostante”; (ii) se il valore del *token* possa variare in funzione di tale “sottostante”; (iii) se il *token* sia regolabile in denaro, oppure se – per l'appunto – sia negoziato su una *trading venue*.

Chi scrive ritiene che, in molti casi – là dove si svolgesse questa indagine – la risposta potrebbe essere affermativa, tenuto anche conto dell'approccio assai ampio della disciplina di derivazione MiFID II³⁰ e del fatto che la tecnologia sembra ormai in grado di strutturare la negoziazione di *token* su piattaforme organizzate, in via multilaterale³¹. In questa prospettiva anche interrogarsi sul fatto che un “*token*” sia qualificabile come “bene” (nel senso tradizionale del termine), o come “diritto”, e sulla sua natura (materiale o meno), diventa un esercizio scarsamente proficuo³². La “*finanziarietà*” del *token*, infatti, finisce per essere de-correlata dalla sua qualificazione civilistica, o dalla natura del sottostante, risultando

²⁸ Nell'ESMA Advice del gennaio 2019, effettivamente, alcuni dei 6 *token* analizzati sembrano presentare caratteristiche tali da assimilarli, potenzialmente, a strumenti derivati anche se, sul punto, le posizioni manifestate dalle Autorità di vigilanza non sono univoche (v., in particolare, parr. 76-89).

²⁹ Si tratterebbe, in sostanza, di un *token* che incorpora le scritturazioni (in formato elettronico, operate dall'intermediario ai sensi delle richiamate disposizioni, e che sia idoneo a formare oggetto di trasferimento (utilizzando la *Blockchain*). Lo spazio a disposizione di queste note non ci consente di sviluppare oltre questo profilo, sul quale ci siamo intrattenuti nella Relazione tenuta al Convegno *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Courmayeur, 14-15 settembre 2018, in corso di pubblicazione.

³⁰ Emblematica è, in proposito, la formulazione della lettera C(10) dell'elenco, nella quale rientrano – tra gli altri – “*contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegua in inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione.*”

³¹ Si tratta, in vero, di evoluzioni recentissime: v. le notizie da poco apparse, tra le quali quella reperibile al seguente indirizzo <https://www.coindesk.com/openfinance-launches-regulated-trading-platform-for-security-token>.

³² Con ciò non vogliamo affermare che la questione circa la qualificazione dei *token* sul piano civilistico e sostanziale non sia rilevante, ma si intende semplicemente osservare che tale qualificazione può risultare del tutto irrilevante al fine di stabilire se i *token* siano sussumibili nel perimetro della disciplina *ex-MiFID* e (in Italia) di per ciò stesso in quella delle offerte al pubblico.

maggiormente determinante la circostanza della negoziazione del *token* stesso su di una *trading venue*.

È, peraltro, da ritenersi che questa analisi vada condotta avendo riguardo (anche) alle modalità con le quali il *token* circola o, meglio, è destinato a circolare successivamente alla sua emissione, secondo una *prognosi prospettica*. Ciò significa che un *token* emesso senza che, in fase di offerta, sia già riscontrabile il requisito della negoziazione su di una *trading venue*, dovrebbe considerarsi alla stregua di uno strumento finanziario (e, dunque, di un prodotto finanziario) se esso è destinato ad esserlo in una fase successiva, secondo una prospettazione ragionevolmente prevedibile³³.

Raggiunta questa conclusione, il problema della qualificazione dei *token* non può, però, dirsi del tutto risolto. Esso, infatti, dipende dalla configurazione del mercato secondario, e dalla sua riconducibilità ad una delle tre categorie di sistemi di negoziazione contemplate dal sistema MiFID II. Anche in questo caso, una compiuta disamina di questo profilo richiederebbe sforzi, e spazi, incompatibili con i limiti che ci siamo imposti. Assumendo per noti i tratti fondamentali della disciplina – e, in tale contesto, le relative definizioni³⁴ – la questione fondamentale che si pone – nel contesto di cui si discute – attiene alla sussistenza, in una data situazione, di un sistema “organizzato” di scambi, nel senso in cui tale elemento deve intendersi nel contesto delle nozioni da assumersi a riferimento.

Sul punto, la disciplina novellata da MiFID II si presenta alquanto problematica. Senza entrare nei dettagli della disciplina, ai fini che qui interessano è sufficiente ricordare che, proprio per effetto delle novità introdotte a seguito del recepimento di MiFID II, risulta diversamente configurato l’assetto della riserva di attività in materia di gestione di sistemi di negoziazione, con particolare riguardo ai mercati regolamentati. In base a quanto prevede MiFID II, il novellato art. 64-*quater* TUF prevede – con formula innovativa – che l’autorizzazione è rilasciata, per i mercati regolamentati, al relativo “sistema” (“*Il Consob rilascia l’autorizzazione a operare in qualità di mercato regolamentato ai sistemi che ottemperano alle disposizioni del presente titolo*”). Nel contesto dei mercati regolamentati, pertanto, ad ogni sistema corrisponde un’autorizzazione *ad hoc*. Di contro, per gli altri sistemi di scambio – in particolare MTF e OTF – l’autorizzazione all’istituzione e alla gestione del mercato deriva dall’autorizzazione alla prestazione della relativa attività di investimento: questa è rilasciata, in base alla disciplina dei servizi e attività di investimento, *una tantum*, e consente al gestore

³³ Sebbene il giudizio prospettico possa apparire connotato da eccessivi elementi di incertezza, giova osservare che la sussistenza di un mercato secondario sufficientemente liquido è un elemento centrale sui quali gli investitori inevitabilmente fondano la loro decisione di acquisire o meno il *token*. Se, dunque, dalla documentazione di emissione del *token* (i cc.dd. “*whitepaper*”) emerge la tendenziale destinazione del *token* ad un mercato organizzato di negoziazione, la *finanzierietà* del *token* stesso non potrà revocarsi in dubbio.

³⁴ A fini di praticità, si riportano di seguito le definizioni, recate dall’art. 1, comma 5-*octies*, TUF, delle diverse *trading venues*: “Nel presente decreto legislativo si intendono per: a) “sistema multilaterale di negoziazione”: un sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III; b) “sistema organizzato di negoziazione”: un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III; c) “sede di negoziazione”: un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.”.

di istituire uno o più sistemi di scambio, senza dover, per ciascuno, richiedere un'autorizzazione specifica.

Per i mercati viene così a scindersi il profilo *soggettivo*, da quello relativo all'*attività*. L'autorizzazione è dunque riferita al sistema; il soggetto gestore non è il destinatario diretto dell'autorizzazione, bensì diviene un requisito per il rilascio dell'autorizzazione stessa³⁵. Per tale via, la formulazione dell'art. 64-*quater* TUF – discendente da MiFID II – pone una questione preliminare, che attiene all'identificazione della nozione stessa di “sistema” e che è, anche, quella che qui maggiormente interessa. Sebbene la disciplina non fornisca indicazioni precise che aiutino a stabilire con certezza cosa si intende per “sistema”, sembra doversi concludere che il termine debba intendersi quale un insieme organizzato di strutture e di regole, idonee a consentire il funzionamento della piattaforma di *trading*, e lo svolgimento delle funzioni tipiche di un mercato regolamentato (secondo la relativa definizione normativa): ossia, l'incrocio, in via multilaterale e non discrezionale, di interessi multipli di acquisto o di vendita, in modo tale da dar luogo alla conclusione di contratti. In questo senso, il Considerando 7 del Regolamento MiFIR (Regolamento (UE) 600/2014 del 15 maggio 2014) precisa che il “*termine sistema comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione* [N.d.A.: la sottolineatura è nostra]”. Si può, allora, concludere – almeno provvisoriamente – che, affinché sussista un sistema, sia necessaria la compresenza di un insieme di regole (stabilite, in via preventiva e non discrezionale, dal soggetto gestore) e di un'infrastruttura tecnica (variamente configurabile) in grado di consentire al sistema di funzionare effettivamente. Conferme in questo senso si possono trarre anche dal Considerando 7 del Regolamento MiFIR, là dove prevede che:

(i) rientrano nella nozione di “sistema” anche “*quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole*”;

(ii) “*un mercato costituito esclusivamente da una serie di regole che disciplinano aspetti relativi all'acquisizione della qualità di membri, all'ammissione di strumenti alla negoziazione, al negoziazione tra membri [...] è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione [...] e le operazioni concluse in base a tali regole sono considerate come concluse nell'ambito del sistema di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*”.

Con queste formule sembra, altresì, riconoscersi espressamente la facoltà per il gestore di ricorrere, per la predisposizione delle strutture tecniche del mercato, ad accordi di *outsourcing*, nel rispetto dei principi generali recati da MiFID II, volti ad evitare – come noto – il c.d. *rischio di svuotamento delle funzioni*. Di converso, sembra doversi concludere nel senso che la predisposizione e la definizione delle *regole* che presiedono all'accesso al mercato, all'inserimento degli ordini, e alla conclusione dei contratti (regole per definizione non

³⁵ La scissione vuole sostanzialmente agevolare la possibile “circolazione” tra diverse società e soggetto dell'attività di gestione e organizzazione del mercato, prevedendosi, ad esempio, il possibile subentro di una nuova società di gestione, ad una precedente, senza che si debba prevedere il formale trasferimento dell'autorizzazione rilasciata a favore della prima, in capo alla seconda.

discrezionali, trattandosi un mercato regolamentato) non possa che essere svolta in proprio dal soggetto gestore, e non sia dunque delegabile a terzi³⁶.

Queste brevi considerazioni toccano, per così dire, il cuore del problema: la circostanza per la quale un *token* sia scambiato su di una piattaforma non è sufficiente a renderlo uno strumento finanziario (derivato), se non quando tale piattaforma si configura come “sistema” ai sensi della disciplina *ex-MiFID*. Il cuore della nozione di sistema, è però individuabile non tanto nella infrastruttura tecnologica dello stesso (che, come si è visto, può essere oggetto di rapporti di esternalizzazione con il gestore del sistema stessa), quanto nella definizione delle regole che presiedono al suo funzionamento. Queste regole, però, presuppongono pur sempre l'identificazione di un “soggetto” che le predispone e le elabora. Nel momento in cui la tecnologia consente, o potrebbe consentire, lo sviluppo di tecniche di scambio dei *token* puramente “orizzontali” nelle quali non sia individuabile un soggetto che svolge le funzioni sopra richiamate – un modello, insomma “puro” di *decentralised exchange* – la conclusione porterebbe, in fine, ad espungere comunque il *token* dal perimetro degli strumenti finanziari e, dunque, della disciplina *MiFID*. È, questo – ci pare –, un punto degno di nota, completamente trascurato anche nelle indagini più recenti e sul quale, di contro, si dovrebbe ulteriormente riflettere³⁷.

Alla luce di quanto sopra si pone, infine – e nuovamente – la questione fondamentale, che attiene all'approccio di vigilanza e, al contempo, normativo da seguire con riguardo al fenomeno dei *crypto-assets*. Anche assumendo, infatti, che – secondo l'analisi svolta – alcune di queste siano riconducibili alle categorie già note della disciplina del mercato dei capitali, la novità stessa del fenomeno – e, quindi, l'innovazione tecnologica – pone il problema di stabilire se tale disciplina richieda aggiustamenti di qualche tipo. La domanda è, insomma –

³⁶ Soprattutto nel sistema del TUF, ossia dell'impostazione assunta dalla normativa interna a seguito del recepimento di *MiFID II*, rimane comunque il fatto che non è chiarissimo come si possa rilasciare un'autorizzazione ad un “sistema” e non ad un “soggetto”. Sembra, infatti, che l'innovazione legislativa sia di scarso impatto pratico per i sistemi, quale quello italiano, nei quali la struttura e l'organizzazione del mercato regolamentato sono (rimasti) necessariamente incardinati in capo ad una società-gestore, dotata di personalità giuridica. In questo caso, la distinzione tra autorizzazione rilasciata al soggetto gestore, e autorizzazione concessa al sistema è più formale che non sostanziale. Di converso, nei sistemi nei quali il “sistema” potrebbe essere, invece, dotato di una propria autonoma forma di soggettività giuridica, la distinzione sembrerebbe rivestire maggior peso, venendosi allora a replicare, nella materia di cui si discute, un assetto già ampiamente praticato, e noto, in altri settori della disciplina finanziaria, nei quali si assiste alla quasi-personificazione di “patrimoni” autonomi. A differenza di quanto accade per gli altri due sistemi multilaterali (MTF e OTF) per i mercati regolamentati vi è una corrispondenza biunivoca tra autorizzazione e “sistema”, e ciò nel senso che a ciascun sistema corrisponde un'autorizzazione. Il “sistema” (o il “mercato”) diventa, così, potenziale centro di imputazione autonomo di interessi, distinto rispetto al gestore: in tal senso, la direttiva precisa che il gestore del mercato deve avere il “diritto di esercitare i diritti corrispondono al mercato regolamentato” (art. 44, comma 3, *MiFID II*), distinguendo così tra *esercizio* e *titolarità*. In questo quadro l'esercizio del mercato (o, per dirla in altri termini, la gestione del “sistema”) può essere svolta dallo stesso soggetto (essendovi allora coincidenza tra gestore e mercato), da un soggetto terzo, o anche da un organo interno al gestore-soggetto giuridico. La Direttiva lascia ampia libertà agli Stati Membri sul punto, consentendo anche che la disciplina nazionale attribuisca ai mercati la personalità giuridica, ferma la necessità di disciplinare l'allocazione dei ruoli e dei compiti tra i vari soggetti (ad esempio, tra gestore esterno e gestore-mercato persona giuridica).

³⁷ I limiti di spazio di questo contributo non ci consentono di estendere compiutamente le valutazioni svolte nel testo al caso degli MTF o degli OTF: riteniamo, tuttavia, che le considerazioni svolte possano applicarsi anche a questi ultimi.

e di nuovo – se la disciplina debba essere *technologically neutral*³⁸ oppure no e se – in caso di risposta affermativa – la medesima conclusione debba valere a fronte dei fenomeni dirompenti ai quali stiamo assistendo. Le risposte che, allo stato, emergono dal dibattito paiono alquanto interlocutorie. Rilevano, a riguardo, questioni che vanno da quelle più strutturali (ossia, se la disciplina attuale sia effettivamente in grado di presidiare i rischi connessi con le nuove tecnologie), a quelle che attengono alla proporzionalità, all'esigenza di conciliare lo sviluppo dei mercati con la tutela degli utenti e dei relativi *participants*, ecc.³⁹.

II. Gli intermediari.

1. Il caso dell'algo e dell'high frequency trading: come la tecnologia orienta le regole.

Gli sviluppi tecnologici degli ultimi anni hanno consentito l'affermarsi di potenti mezzi informatici a supporto della negoziazione, ed il conseguente diffondersi di sistemi di *algorithmic* e *high frequency trading*: due manifestazioni contigue, ma diverse di un analogo fenomeno, che vede la negoziazione sempre più affidata a strumenti informatici, che operano indipendentemente dall'intervento umano, con gradi di complessità e rapidità via via crescenti. Ormai da vari anni le tecniche di negoziazione algoritmiche, e ad alta frequenza, sono all'attenzione dei regolatori, tanto negli Stati Uniti, quanto in Europa, o in altri sistemi. Anche la letteratura che si interessa a questo fenomeno è ormai copiosa, e si è arricchita a seguito delle opzioni normative introdotte da MiFID II⁴⁰.

I problemi che queste due tecniche di negoziazione sollevano sono numerosi, e le risposte legislative – allo stato contenute soprattutto nel “*package*” normativo introdotto da MiFID II – ancora da valutare in tutte le loro implicazioni. AT e HFT possono influire sull'efficienza informativa, sulla volatilità e sulla liquidità dei mercati; possono anche acuire il rischio di condotte manipolative. Per certi versi, tuttavia, possono avere effetti anche

³⁸ Il principio della “neutralità tecnologica” della regolamentazione è stato, *ex multis*, ribadito anche da ESMA, nel documento *ESMA response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector* (ESMA50-158-457): “ESMA would also want to stress that it adheres to the core principles (technological neutrality, proportionality and market integrity) highlighted by the Commission and agrees that any EU policies aiming to ensure the financial sector takes advantage of cutting-edge technologies, while remaining sound and safe for investors, need to integrate these principles”.

³⁹ V. per tutti l'ESMA Advice del gennaio 2019, nel quale sembra suggerirsi l'opportunità di dedicare al fenomeno delle *crypto-assets* una disciplina *ad hoc*, per tale intendendosi o l'applicazione di regole particolari nell'ambito dell'attuale sistema (i.e. un regime particolare nel contesto della disciplina MiFID, o del prospetto informativo, ecc.), oppure l'elaborazione di un *set* di regole autonome (come, ad esempio, per il fenomeno del *crowdfunding*).

⁴⁰ Sul tema, *ex multis*, v. P.-H. CONAC, *Algorithmic Trading and High-Frequency Trading (HFT)*, in *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, a cura di D. BUSCH, G. FERRARINI, 2017; P.G. MAHONEY, G.V. RAUTERBERG, *The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*, Virginia Law and Economics Research Paper No. 2017-07; C. KORSMO, *High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy*, in *University of Richmond Law Review*, 48, 2, 2014; G. BALP, G. STRAMPELLI, *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3097723; T. ČUK, A. VAN WAEYENBERGE, *European Legal Framework for Algorithmic and High Frequency Trading (Mifid 2 and MAR): A Global Approach to Managing the Risks of the Modern Trading Paradigm*, in *European Journal of Risk Regulation*, 9, 2018, 146-153; F.A. PASQUALE, *Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading*, in *Cardozo L. Rev.*, 36, 2015, 2085 ss.; M. WOODWARD, *The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union*, in *Vand. J. Transnational*, 50, 2017, 1359 ss.; D. BUSCH, *MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access*, in *Law and Financial Markets Review*, 2016/2.

benefici. Molte di queste questioni riflettono temi, per così dire, classici della teoria dei mercati e della regolazione finanziaria, ma esse si colorano di profili del tutto peculiari in virtù, per l'appunto, della tecnologia innovativa che sorregge le due tecniche di negoziazione e che pone, *di per sé*, questioni nuove.

Ai fini che qui interessano, la disciplina dell'HFT – come recentemente novellata in sede europea – offre un esempio molto significativo di come l'evoluzione tecnologica possa sollecitare ed indurre specifiche scelte a livello legislativo. In questo senso, il fenomeno dell'HFT smentisce l'approccio – che sembra invece, allo stato, connotare l'approccio dei legislatori al più ampio fenomeno del c.d. *Fintech* – in base al quale la regolamentazione finanziaria dovrebbe essere, tendenzialmente, “*technologically neutral*”. In quest'ambito, infatti, la situazione si presenta secondo tratti diametralmente opposti: la disciplina è, infatti, specificamente ritagliata, e costruita, per tener conto della variabile tecnologica. Questa variabile agisce, nel contesto delle previsioni introdotte da MiFID II, in primo luogo sulla disciplina degli intermediari e, in secondo luogo, su quella delle stesse *trading venues*. La specificità tecnologica dell'attività conduce, per tale via, all'elaborazione di un sotto-insieme di regole, concepite specificamente per tener conto di tale elemento.

In merito al regime normativo introdotto da MiFID II per gli intermediari finanziari che negoziano attraverso HFT, le norme si concentrano (i) sui requisiti che i soggetti devono soddisfare per essere ammessi a questa particolare tipologia di negoziazione, (ii) sugli obblighi informativi e di registrazione, e (iii) sul particolare regime previsto per i soli soggetti che attuano strategie di *market making*.

In primo luogo, l'art. 17, comma 1, MiFID II – rubricato “*Negoziazione algoritmica*” – introduce i requisiti necessari perché l'intermediario possa adottare sistemi di negoziazione algoritmica, richiedendo allo stesso di disporre di “*controlli dei sistemi e del rischio efficaci e idonei per l'attività esercitata volti a garantire che i propri sistemi di negoziazione siano resilienti e dispongano di sufficiente capacità, siano soggetti a soglie e limiti di negoziazione appropriati e impediscano l'invio di ordini erronei o comunque un funzionamento dei sistemi tale da creare un mercato disordinato o contribuirvi*”. In sostanza, l'organizzazione interna del soggetto che svolge HFT deve presentare garanzie sufficienti rispetto all'attività svolta, tali da evitare situazioni di *fail*. Allo stesso modo, i controlli interni all'intermediario devono essere in grado di prevenire che le operazioni di negoziazione possano essere utilizzate per scopi contrari all'ordinamento – in particolare, il riferimento è diretto alla disciplina MAR (*Market Abuse Regulation*)⁴¹ – nonché alle regole della *trading venue* cui l'operatore aderisce. Il dettaglio dei requisiti che l'intermediario deve soddisfare si ritrova negli RTS ESMA/2015/1464, recanti le norme tecniche di regolamentazione sul tema⁴².

⁴¹ Il tema meriterebbe specifici approfondimenti, incompatibili con la natura ancora provvisoria di questo scritto. Si vedano, per alcuni aspetti specifici, G. BALP, G. STRAMPELLI, (nt. 40), *passim*.

⁴² ESMA/2015/1464, *Regulatory technical and implementing standards – Annex I – MiFID II / MiFIR*, 28 settembre 2015, 201-246. Il contenuto degli RTS si ritrova in D. BUSCH, (nt. 40): “[t]he requirements to be met by the internal systems and controls have been set out in detail by ESMA in draft regulatory technical standard 6 (RTS 6). It contains requirements relating to (i) governance, (ii) the role of the compliance staff in the governance process, (iii) staff policies, (iv) staff training on order entry, (v) staff understanding of market abuse and disorderly trading conditions, (vi) IT outsourcing and procurement. It also introduces requirements for the resilience of trading systems of investment firms, which involves (a) testing the

In secondo luogo, gli obblighi degli intermediari si estendono ai profili informativi e di registrazione.

L'art. 17, comma 2, MiFID II, prescrive che l'impresa di investimento che intenda effettuare HFT in uno Stato membro è tenuta a notificarlo all'Autorità competente del suo Stato membro di origine e all'Autorità del Paese membro della *trading venue* in cui intende operare. L'Autorità del Paese d'origine può peraltro richiedere di fornire – su base continuativa o *ad hoc* – una serie di informazioni sull'attività che l'intermediario intende svolgere, e segnatamente: “una descrizione della natura delle proprie strategie di negoziazione algoritmica, dettagli sui parametri o sui limiti di negoziazione a cui il sistema è soggetto, i controlli fondamentali di conformità e di rischio attuati per assicurare che le condizioni stabilite al paragrafo 1 siano soddisfatte e dettagli sulla verifica dei sistemi”. Il potere informativo si estende anche al di fuori degli ambiti citati, dando la possibilità di richiedere in ogni momento all'intermediario “ulteriori informazioni sulla negoziazione algoritmica da essa effettuata e sui sistemi utilizzati”.

Il potere informativo garantito alle Autorità nazionali risulta alquanto penetrante. A proposito è stato fatto notare come, nella prassi, gli intermediari possano essere restii, in particolare, a diffondere i dati riguardanti gli algoritmi utilizzati per HFT⁴³: infatti, gli algoritmi di negoziazione costituiscono il nucleo del modello di *business* del soggetto negoziatore, e, pertanto, configurano dati estremamente sensibili, la cui diffusione – ancorché ad Autorità pubbliche – rappresenta un elemento di potenziale criticità.

È, inoltre, previsto che le informazioni raccolte dall'Autorità possano essere oggetto di richiesta di comunicazione anche da parte delle sedi di negoziazione alle quali partecipano gli intermediari.

Per quanto invece riguarda gli obblighi di registrazione, gli intermediari conservano registrazioni “sufficienti per consentire all'autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti della presente direttiva”, nonché tutti gli ordini effettuati – compresi quelli oggetto di cancellazione –, gli ordini già eseguiti, e le quotazioni sulle sedi di negoziazione.

L'art. 17, comma 3, MiFID II prevede poi regole speciali per gli intermediari che intendano porsi come *market makers* sulle *trading venues* cui partecipano. In virtù del ruolo che ricoprono, questi soggetti:

algorithms, (b) monitoring and, where necessary, changing the algorithms used, (c) annual stress testing, (d) incorporating a kill functionality so that all resting orders can be cancelled in the event of an emergency, (e) monitoring for the prevention and identification of potential market abuse, (f) carrying out pre-trade controls on order entry, (g) carrying out post-trade controls (e.g. periodic reconciliations between its own data and that of other parties concerned). It is also evident from RTS 6 that the investment firm should determine by means of a self-assessment whether the above requirements for internal systems and controls have been fulfilled. Such a self-assessment should at least include the requirements set out in RTS 6.”

⁴³ D. BUSCH, (nt. 40): “The fact that competent authority can request information about AT and HFT strategies is bound to lead to debate in practice. The algorithms designed by an investment firm form the core of its business model and there will be a natural wish, for reasons of competition, to keep the source codes secret as far as possible. Although the competent authority is naturally not a competitor, the more people know about the source codes the greater the risk that they will sooner or later be divulged to competitors.”

- sono tenuti a garantire l'attività di negoziazione sulla piattaforma in via continuativa durante una fascia oraria predeterminata, “con il risultato di fornire liquidità a tale sede in modo regolare e prevedibile”, fatte salve circostanze eccezionali che impediscano la negoziazione⁴⁴;
- “concludono con la sede di negoziazione un accordo scritto vincolante che precisa almeno gli obblighi dell'impresa d'investimento”;
- “dispongono di sistemi e controlli efficaci che garantiscono in ogni momento l'adempimento degli obblighi sanciti dall'accordo”.

Le regole poste da MiFID II sull'*high frequency trading*, tuttavia, non si esauriscono solamente nella disciplina prescritta per gli intermediari, ma riguardano anche le *trading venues* che ammettono questa forma di negoziazione.

I sistemi di negoziazione, infatti, dovranno – oltre a garantire il rispetto di tutti i requisiti posti dalla disciplina generale sulle *trading venues* – assicurare presidi ulteriori, puntualmente delineati dagli RTS ESMA/2015/1464, ai sensi dell'art. 48, comma 12, MiFID II. Tali requisiti riguardano principalmente: (i) la *governance*; (ii) le funzioni di controllo; (iii) l'assunzione del personale, e (iv) l'esternalizzazione delle funzioni. I sistemi di negoziazione sono poi tenuti ad effettuare controlli continuativi sui soggetti che operano sulla piattaforma, anche tramite appositi *test*, così da prevenire disfunzioni di sistema o anomalie nella negoziazione⁴⁵.

Da ultimo, ulteriori prescrizioni sono dettate dal legislatore rispetto a circostanze peculiari legate al HFT: *direct electronic access* (DEA), strutture commissionali, *tick size* e *co-location*.

Alla luce dell'assetto regolamentare così sommariamente delineato, si evince chiaramente come – sia con riguardo agli intermediari, sia con riguardo ai mercati – il legislatore europeo abbia inteso dettare una disciplina che, pur inserendosi nel contesto generale delle regole del *package* di MiFID II dedicato alle *trading venues*, rimane connotata dalla presenza di non poche prescrizioni specifiche, modellate sulle peculiarità che connotano la negoziazione tramite HFT.

Il principio della *neutralità tecnologica* – spesso invocato a livello comunitario e nazionale – non sembra dunque applicarsi a questo specifico ambito, nel quale la regolamentazione è profondamente influenzata dalle caratteristiche tecniche che la nuova tecnologia ha portato con sé.

III. Le infrastrutture di mercato.

1. L'impatto della Distributed Ledger Technology.

L'evoluzione tecnologica sembra destinata ad investire anche le infrastrutture di mercato. In questo contesto, il fenomeno che, allo stato, pare maggiormente degno di analisi è rappresentato dall'impatto della “*distributed ledger technology*” che potrebbe mutare – tra gli altri – i sistemi (e, dunque, le regole che li governano) di *trading* e *post-trading*, e anche avere ambiti

⁴⁴ Tali circostanze sono specificatamente delineate negli RTS ESMA/2015/1464, *Regulatory technical and implementing standards – Annex I – MiFID II / MiFIR*, 28 settembre 2015, 275-283.

⁴⁵ V. ESMA/2015/1464, 212 ss.

più ampi di applicazione (ad esempio, i sistemi di *reporting* verso le Autorità di vigilanza⁴⁶): emblematiche, a riguardo, le posizioni già assunte, sul punto, dall'ESMA e da altre Autorità di vigilanza.

Nel gergo, inondato di sigle e acronimi, che connota il linguaggio di chi insegue i temi legati alla digitalizzazione delle attività e dei servizi finanziari, l'espressione *Distributed Ledger Technology* (DLT) viene a volte utilizzata quale sinonimo, o in congiunzione, con quella di *Blockchain*⁴⁷.

In particolare, ESMA – nel suo *Report* intitolato “*The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets*”⁴⁸ (di seguito, anche *Report DLT*) – afferma che: “*distributed ledgers - sometimes known as “blockchains” in the case of virtual currencies - are essentially records, or ledgers, of electronic transactions, very similar to accounting ledgers*”. Tuttavia, la tecnologia *Blockchain* – associata in genere con Bitcoin – è soltanto una delle possibili applicazioni della DLT e, nel campo dei servizi finanziari, la tecnologia sembra evolvere verso linee specifiche⁴⁹. Si osserva, in particolare, che: “*importantly, ESMA understands that the DLT that would be used for financial services would differ from the blockchain designed for Bitcoins in a number of ways. In particular, while the Bitcoin blockchain is an open system where all can contribute to the validation process (‘permissionless’ system), the DLT that is likely to be used in financial markets would be a permissioned system with authorised participants only. Permissioned DLTs have a number of advantages compared to permissionless systems when it comes to governance issues, scale or the risk of illicit activities, which makes them more suitable for securities markets. Yet, some of the benefits attached to permissionless frameworks, e.g. ‘openness’, may be lost in a permissioned framework. In line with current market initiatives in securities markets, the rest of the report deliberately focuses on permissioned DLT*”. Tale caratteristica potrebbe produrre, in effetti, specifiche conseguenze per quanto attiene ai loro meccanismi di funzionamento, alle opportunità e ai rischi che comportano⁵⁰.

⁴⁶ V., per alcune prime riflessioni e ulteriori riferimenti, F. PANISI, A. PERRONE, “*Systems So Perfect That No One Wille Need to Be Good?*” *RegTech and the “Human Factor”*, in *Rivista ODC*, 2, 2018.

⁴⁷ H. KAKAVAND, N. KOST DE SEVRES, *The Blockchain Revolution: an Analysis of Regulation and Technology Related to Distributed Ledger Technologies*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2849251>; AA.VV., *Distributed ledger technology in payment, clearing and settlement*, Finance and Economic Discussion Series 2016-095, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2881204>.

⁴⁸ ESMA, *Report. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Market*, 50-1121423017-285, del 7 febbraio 2017. Per un'introduzione ai temi del *Blockchain*, J. WITTE, *The Blockchain: A Gentle Introduction*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2887567>; B.S. TAN, *Blockchain - A Database with a Twist*, 2017, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2958565>. Per una prima esposizione del *Report* ESMA, K.D. NGO, *The ESMA View on Blockchain*, 2017, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2959027>.

⁴⁹ Nel senso indicato nel testo P.L. ATHANASSIOU, *Digital Innovation in Financial Services. Legal Challenges and Regulatory Policy issue*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2018, 19 ss.

⁵⁰ Per la verità questa precisazione emerge già nel *Discussion Paper* già diffuso in data 2 giugno 2016 dall'ESMA, e che costituisce l'antecedente del *Report* del 2017. Nel *Discussion Paper*, par. 4, ESMA precisa che “*Distributed ledgers’ and ‘Blockchain’ are often used interchangeably when discussing the technology. However, the Blockchain is a particular type of distributed ledger originally designed and used for Bitcoins. ESMA therefore uses the term ‘distributed ledger technology’ (DLT) when referring to distributed ledgers in general in the rest of the document.*”. Il *Report* 2017 pone l'accento anche sulle questioni di *accountability* e di *governance* associate ai sistemi di DLT, in merito ai quali v. D.S. EVANS, *Economic Aspects of Bitcoin and other Decentralised Public-Ledger Currency Platforms*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=242516>; S. SCHACKELFORD, S. MYERS, *Block-by-Bloc: Leveraging the Power of Blockchain Technology to Build Trust and Promote Cyberspace*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2874090>. Discute

Si precisa che, allo stato, non è chiaro se questa distinzione tra *Blockchain* e DLT rappresenti un dato generalmente condiviso⁵¹, o addirittura destinato a qualificare effettivamente una eventuale futura disciplina, sebbene il documento ESMA tracci questa distinzione⁵².

In ambito comunitario, il *focus* sui sistemi DLT, peraltro, si è recentemente arricchito, da un lato, per effetto di quanto esposto nel *FinTech Action Plan* della Commissione⁵³ e, dall'altro, delle iniziative poste in essere dal Parlamento europeo.

2. ESMA e DLT.

Le valutazioni di ESMA con riguardo ai sistemi DLT riguardano essenzialmente due ambiti. Il primo attiene al ricorso a sistemi DLT in relazione, più in generale, alle transazioni sul mercato finanziario, e alle diverse fasi nelle quali le stesse si articolano (emissione di strumenti finanziari; circolazione; regolamento delle operazioni; controparti centrali). In tale ambito, il possibile impiego di sistemi di DLT può estendersi anche a profili che attengono ai rapporti con la vigilanza (ad esempio, reportistica, obblighi di segnalazione, ecc.). Un secondo ambito attiene all'utilizzo di valute virtuali o di DLT come parametri di riferimento o "sottostante" di strumenti e prodotti finanziari⁵⁴.

Naturalmente, come spesso accade a fronte di importanti mutamenti nella tecnologia o nella "strumentazione" a disposizione degli operatori finanziari, l'impatto delle tecnologie DLT può essere riguardato sotto vari profili: a tacer d'altro, le tecnologie influenzano le strategie degli operatori, il loro posizionamento sul mercato, la gamma dei prodotti e dei servizi offerti, l'organizzazione interna, i controlli, la gestione del rischio⁵⁵, nonché profili più squisitamente giuridici e regolamentari. Le grandi trasformazioni che negli ultimi decenni hanno subito i mercati finanziari, anche sotto la spinta delle innovazioni tecnologiche, testimoniano una forte interrelazione tra tutti i profili testé richiamati, e ESMA tenta di evocarli tutti, sottoponendo alla consultazione questioni di varia articolazione.

dei rischi operativi propri dei sistemi *Blockchain*, A. WALCH, *The Bitcoin Blockchain as Financial Market Infrastructure: a Consideration of Operational Risk*, in *Legislation and Public Policy*, vol. 18, 2015, 836 ss. Si concentra, invece, sui rischi sistemici H.J. ALLEN, *€=Bitcoin?*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2645001>; P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 19 ss.

⁵¹ In letteratura si osserva che, se da un lato l'utilizzo di sistemi chiusi o semi-chiusi può risultare funzionale al presidio di taluni rischi tipici del ricorso alle nuove tecnologie, dall'altro queste ultime si sono sino ad ora affermate proprio nel contesto di sistemi aperti: *Bitcoin* ne costituisce l'esempio più emblematico. Non è, dunque, chiaro come il mercato possa evolvere verso sistemi ibridi, che sembrerebbero connotarsi proprio per il fatto di *non* possedere quelle connotazioni di apertura, libero accesso e di struttura puramente *orizzontale* (nella quale, quindi, manca un amministratore o un gestore del "sistema") che caratterizzano i sistemi DLT aperti. In questo senso P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 26 ss.

⁵² Come notato da ESMA, ulteriori informazioni sui DLT si rinvencono nell'*Occasional paper* della ECB, dal titolo *DLTS in securities post-trading: revolution or evolution*, aprile 2016.

⁵³ *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, COM(2018) 109/2.

⁵⁴ Questo secondo ambito è, allo stato, ancora in fase di definizione. Il 22 aprile 2015, ESMA ha diffuso un *paper* dal titolo *Investment using virtual currency or distributed ledger technology* (ESMA/2015/532), in relazione al quale le consultazioni si sono concluse il 22 luglio 2015. Gli esiti di queste ultime sono consultabili all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/investment-using-virtual-currency-or-distributed-ledger-technology>.

⁵⁵ Pongono in luce i rischi di manipolazione del mercato che possono derivare dall'uso non presidiato dei sistemi DLT, R. AUNE, M. O'HARA, O. SLAMA, *Footprints on the Blockchain: Information Leakage in Distributed Ledgers*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2896803>.

Le innovazioni tecnologiche rappresentano, in questa prospettiva, un'occasione di sviluppo e di crescita dei mercati, ma anche fonti di nuovi problemi e di rischi per gli operatori, che, naturalmente, i regolatori cercano di percepire e identificare per tempo. In questo senso, il *Report DLT* di ESMA suggerisce che l'introduzione dei sistemi DLT potrebbe portare vantaggi, anche significativi, soprattutto in relazione ai seguenti profili: miglioramento nella gestione dei processi *post-trade*; maggior trasparenza del mercato⁵⁶, anche nella prospettiva dell'Autorità di vigilanza; maggior sicurezza delle transazioni; riduzione dei rischi di controparte e riduzione del *collateral management*. La fase di consultazione ha mostrato un consenso piuttosto diffuso su questi profili, non senza, però, alcune precisazioni che, di volta in volta, ESMA puntualizza nel proprio *Report*. Ad esempio, e con riferimento al rischio di controparte, taluni hanno osservato che non è detto che tale risultato sia ottenibile in via indistinta o indiscriminata, giacché, da un lato, il rischio di controparte si atteggia diversamente in funzione della tipologia di operazioni e di strumenti (ad es. operazioni *cash* e derivati), e, dall'altro, quantomeno allo stato attuale delle conoscenze, l'introduzione della tecnologia DLT in fase di regolamento delle operazioni non eliminerebbe completamente il rischio stesso. Del tutto da esplorare sono, poi, le possibili conseguenze che la tecnologia potrebbe avere sul piano del governo e della mitigazione dei rischi, anche sistemici, nonché della volatilità di mercati. Anche i costi connessi con l'eventuale passaggio dei sistemi alle nuove tecnologie rappresentano, ovviamente, un profilo degno di attenzione, giacché gli ingenti investimenti a tal fine necessari andrebbero soppesati attentamente a fronte dei possibili benefici. Il quadro che ne esce è, dunque, caratterizzato da molti profili che si leggono in un'ottica chiaroscurale: si intuiscono bene le potenzialità delle nuove tecnologie, ma le implicazioni che ne deriverebbero sono ancora in parte da identificare e da chiarire⁵⁷.

In questa sede, e nel rinviare al *Report DLT* per ulteriori approfondimenti, preme comunque indagare soprattutto gli impatti, che sul piano squisitamente regolamentare, l'introduzione e l'utilizzo delle tecnologie DLT potrebbero avere sul mercato finanziario. L'attuale disciplina, nelle sue articolazioni più strutturali (mercati; intermediari; emittenti), non contempla espressamente il caso in cui, ad esempio, la gestione delle informazioni o delle transazioni è diffusa all'interno della rete, assumendo, di contro – in linea con l'evoluzione della tecnologia allo stato attuale – la sussistenza di sistemi di gestione centralizzati: esempi emblematici di tale impostazione sono, naturalmente, la gestione accentrata di strumenti finanziari, il funzionamento delle piattaforme elettroniche di *trading* o, ancora, i sistemi di *settlement* delle operazioni (ivi compreso il modo in cui operano le controparti centrali). Il ricorso alla tecnologia DLT rivoluzionerebbe tale assetto, da cui

⁵⁶ K. MALINOVA, A. PARK, *Market Design with Blockchain Technology*, 2016, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2785626>.

⁵⁷ In letteratura v., da ultimo, P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 115 ss. che, a più riprese, si mostra scettico sull'imminente utilizzabilità di sistemi DLT nei vari ambiti ipotizzabili. Lo scetticismo deriva, a seconda dei casi, dal fatto che la tecnologia non pare essere ancora matura (ad esempio, per quanto riguarda l'organizzazione di *trading venues* multilaterali), oppure dalla sussistenza di un regime giuridico incerto (ad esempio, per quanto riguarda l'emissione e l'offerta di strumenti e prodotti finanziari).

l'esigenza di valutarne l'eventuale impatto sulla regolamentazione in essere⁵⁸. Stante il carattere ancora preliminare del *Report* DLT, le indicazioni che lo stesso fornisce (e che, a loro volta, riflettono i contributi della fase di consultazione) sono ancora interlocutorie, e molto probabilmente non riflettono neppure tutte le questioni che, in futuro, potrebbero derivare dall'introduzione delle nuove tecnologie. Pare, comunque, opportuno soffermarsi sul paragrafo 6 del *Report*, dedicato, per l'appunto, all'esame della interazione tra l'attuale disciplina del mercato dei capitali (quale prevista a livello UE) e l'applicazione della DLT.

I profili di maggior attenzione che emergono riguardano, in primo luogo, la disciplina delle attività di *post-trading*, essendo questo, come già ricordato, uno dei principali ambiti nei quali ci si attende che la DLT possa trovare applicazione⁵⁹. Il *core* di queste regole, a livello europeo, è rappresentato dal Regolamento EMIR, dalla *Settlement Finality Directive* (SFD), e dal *Central Securities Depositories Regulation* (CSDR), ma il *Report* ricorda (par. 45) che pressoché tutti i ceppi normativi che insistono sul mercato dei capitali hanno interrelazioni con i sistemi di *settlement* e regolamento delle operazioni e, pertanto, potrebbero essere interessati dallo sviluppo della nuova tecnologia. L'analisi svolta, su questo profilo essenziale, sembra per il momento attestarsi su una posizione che riflette un più generale approccio, che sembra emergere dal più comune dibattito in tema di disciplina delle attività *Fintech*, e che tende a ritenere che la regolamentazione dovrebbe essere, il più possibile, neutrale con riguardo al profilo tecnologico. Non sono, dunque, raccomandate, salvo che ciò non si riveli indispensabile, regole specifiche; d'altro canto, le regole attuali non sembrano di per sé costituire un ostacolo all'introduzione della tecnologia DLT: emblematico è, in proposito, il par. 46 del *Report*, nel quale ESMA conclude che “*the current EU regulatory framework does not represent an obstacle to the emergence of DLT in the short term. Meanwhile, some existing requirements may become less relevant through time. New requirements might on the contrary be needed to address emerging risks. Also, a number of concepts or principles, e.g., the legal certainty attached to DLT records or settlement finality, may require clarification as DLT develops*”. In tale contesto, il *Report* evidenzia che, per le operazioni che, oggi, non richiedono di essere obbligatoriamente regolate attraverso depositari centralizzati (ad esempio, transazioni su strumenti non negoziati in mercati regolamentati), potrebbero affacciarsi sul mercato sistemi di regolamento delle operazioni che utilizzino la tecnologia DLT, organizzati direttamente dagli operatori, tali da collocarsi al di fuori delle attuali regole UE: questo, naturalmente, potrebbe essere fonte di rischi, in

⁵⁸ L'impatto non è, ovviamente, privo di rischi, come dimostrano le recenti vicende oggetto dell'analisi di J. CAYTAS, *Blockchain in the U.S. Regulatory Setting: Evidentiary Use in Vermont, Delaware, and Elsewhere*, 2017, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2988363>, con particolare riguardo ai profili probatori in caso di contenzioso.

⁵⁹ Analogamente, A. PINNA, W. RUTTENBERG, *Distributed ledger technologies in securities post-trading*, ECB Occasional Paper Series, n. 172, 2016, i quali concludono nel senso che “[b]ased on the analysis in this paper, it can be concluded that there is potential in distributed ledger technology. Furthermore, innovation is, in general, welcome in the European post-trade market for securities, wherever it can bring safety and efficiency. A number of factors could, however, pose potential barriers to the widespread uptake and use of DLTs. First, the technology is not yet mature; second, the clarification of critical legal, operational and governance issues will take time; and third, even were DLTs to be adopted widely, certain post-trade functions will continue to be performed by institutions. It is not yet, therefore, clear whether DLTs will cause a major revolution in mainstream financial markets or whether their use will remain limited to particular niches. It is possible that a DLT may find its way into the mainstream market, but should this happen, it is more likely to cause a gradual change in processes, rather than a revolution in the market.”.

relazione ai quali ESMA, allo stato, si limita a raccomandare l'introduzione di “*robust governance frameworks, including rules that would frame the obligations and liabilities of participants could help address certain risks*”. Al momento, sembra però che la nuova tecnologia possa “incapsularsi” nel quadro normativo esistente in materia di attività di *post-trading* e di regolamento, senza rivoluzioni di fondo.

Un secondo ambito preso in esame nel *Report* riguarda i sistemi e le regole che, in generale, riguardano la registrazione degli strumenti finanziari in forma scritturale⁶⁰. Il quadro normativo, in questo ambito, è più frammentato rispetto a quello che attiene alle controparti centrali e ai sistemi di regolamento: le regole che riguardano gli strumenti dematerializzati sono stabilite, per gli emittenti, a livello nazionale; per gli investitori, la disciplina UE è settoriale, e ruota attorno alla MiFID, da un lato, e alle direttive sulla gestione collettiva, dall'altro. Anche sotto questo profilo, però, ESMA ricorda che “*the rules will also vary according to the national legislation applicable to securities and the rights attached to securities, which is not harmonised at EU level*”. Le conclusioni del *Report*, relativamente a questo aspetto, sembrano confortare la tesi che l'introduzione della DLT possa rendere più agevole la registrazione e la custodia degli strumenti dematerializzati, fermo restando che le legislazioni nazionali dovrebbero, in alcuni casi, essere riviste, e che molti attori sul mercato andrebbero in qualche modo incentivati ad utilizzare la nuova tecnologia⁶¹. Anche al di là del tema della DLT, questi rilievi del *Report* confermano come, nonostante gli sforzi ad oggi profusi in più sedi (si vedano in particolare, la Convenzione dell'Aja e la Convenzione di Ginevra sempre sul tema), la questione dello sviluppo di regole uniformi è ancora lungi dall'essere compiutamente risolta⁶².

Ulteriori questioni che la tecnologia DLT potrebbe imporre attengono agli obblighi di *reporting*, che potrebbero beneficiare dei nuovi protocolli, e questioni che attengono a taluni profili di natura anche contrattuale e internazionale-privatistica: individuazione della legge applicabile ad attività di *settlement* gestite tramite DLT⁶³, e l'eventuale necessità di regolare

⁶⁰ In argomento v. P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 158 ss.

⁶¹ Sul piano delle legislazioni nazionali, ESMA osserva quanto segue: “*Firstly, national rules may provide that some securities may not be fully dematerialised. For example, in Germany, issuers have to create a physical certificate for the issuance of securities in accordance with civil law requirements. Although DLT may be used to record title to those securities the need to maintain the physical certificates would remain. In those circumstances, whether DLT records would be considered as evidence of ownership in case of a dispute remains uncertain*”. Sul fatto che che vari attori dovrebbero essere incentivati a utilizzare la nuova tecnologia, ESMA osserva che “*the onus to confirm legal title to securities may fall on different financial intermediaries, e.g., custodians, registrars, notaries or CSDs, depending on national law. In the same way that authorised CSDs would be needed for certain types of settlement activities (see above), certain types of authorised intermediaries might therefore be needed for safekeeping and recording of ownership purposes in a DLT context. Those authorised intermediaries would need incentives to move to DLT from a business perspective. They would also need to ensure that the technology allows them to fulfil their regulatory obligations. Importantly, the type of authorised intermediaries that would be required by law may vary across countries*”.

⁶² Pone in luce l'impatto che lo sviluppo della tecnologia DLT può avere sul quadro giuridico di riferimento, C. REYES, *Conceptualizing Cryptolaw*, 2017, di prossima pubblicazione in *Nebraska Law Review*, 2017, disponibile in <http://ssrn.com/abstract=2914103>.

⁶³ Correttamente ESMA osserva che “[a]nother important legal issue, although not new when it comes to post-trade activities, would be to determine the applicable law. As an example, national laws may provide that a security is governed by the law of the place where the security is located/registered or where the records of the security are kept. In a DLT environment, it might be less clear where the securities and their records are located”. Per una disamina delle questioni che si pongono in materia di risoluzione delle controversie v. W.A. KAAL, C. CALCATERRS, *Crypto Transaction Dispute Resolution*, 2017, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2992962>. I due Autori avanzano la proposta di introdurre

profili oggi non previsti dalla disciplina UE, come ad esempio, la gestione di *smart contracts*, o la creazione di chiavi private per la crittografia dei dati⁶⁴. Su questi profili (molti dei quali, ancora da individuare) si osserva che “*regulators would need to decide whether and how they might want to regulate those functions, considering the potential risks. Importantly, any regulatory action targeted at those functions would need to be considered in a broader context to avoid any unintended consequences, e.g., an unlevel playing field for incumbent firms and new players. Also this might trigger the need for regulators and supervisors to adapt some of the current supervisory practices*”. Un ulteriore vantaggio che potrebbe derivare dall’uso di sistemi DLT attiene al miglioramento dei processi di *know-your-customer*, sui quali la letteratura ha già attirato l’attenzione⁶⁵.

Nella *Call for evidence* sulle forme di investimenti che impiegano valute virtuali o sistemi DLT, ESMA si propone, essenzialmente, di acquisire informazioni su tre profili specifici: (i) prodotti finanziari che abbiano valute virtuali quale sottostante; (ii) strumenti finanziari “tradizionali” che siano emessi o negoziati in valute virtuali; (iii) altri impieghi di DLT, come ad esempio, l’utilizzo di questa tecnologia per registrare emissioni o transazioni in strumenti finanziari.

Relativamente ai primi, ESMA avverte la necessità, in via prioritaria, di meglio individuare e fotografare lo stato dell’evoluzione dei mercati, sia sul piano degli strumenti ad oggi disponibili, sia su quello degli investitori che ne fanno impiego. Con riguardo alle transazioni su strumenti finanziari che utilizzino valute virtuali (e, in particolare, Bitcoin), ESMA avverte l’esigenza di comprendere i meccanismi di funzionamento delle relative

una piattaforma *ad hoc* per la gestione delle controversie relative agli *smart contracts*: “[b]uilding on the concept of distributed jurisdiction, we propose an open source platform ecosystem for smart contract disputes. Our proposal ensures anonymity in Blockchain transactions by promoting arbiters’ reputations according to their discretion. The platform also ensures users can identify the highest possible expertise of their judges and arbiters. Our proposed system maintains the importance of good education and reputation on the principles of an evolving crypto law. Yet, through its anonymization it also eliminates the corrupting collection of power that specialized knowledge and relationships give to analog lawyers. Implementation of the proposed platform ecosystem for smart contract disputes would significantly boost consumer confidence in crypto transaction through the non-arbitrary, low to no-transaction cost inducing effective, and fair resolution of possible crypto disputes. For participants in the crypto economy who wish to minimize the transaction costs of dual integration and retain anonymity, our proposed open source platform ecosystem is more likely than all other available solutions to provide legal equivalence of dispute resolution mechanisms. For legacy businesses that desire to participate in the growth of crypto business opportunities, hope to avoid legacy system intermediation and the associated transaction costs, but require legal legacy system assurances and crypto dispute resolution equivalence, our proposed system offers a preferable solution. By attracting legacy businesses and instilling confidence in the legal equivalency of dispute resolution in crypto transactions, our proposed solution makes an indispensable contribution to the evolution and significant growth of the crypto economy”. Nuovamente, sul punto, P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 159 ss.

⁶⁴ V. in argomento G. PETERS, E. PANAYI, *Understanding Modern Banking Ledgers through Blockchain Technologies: Future of Transaction Processing and Smart Contracts on the Internet of Money*, 2016, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2692487>, i quali concludono che: “[l]ike all prior disruptive technologies there will be beneficial and detrimental aspects of Blockchain technologies that will need to be carefully considered prior to development and commercialisation of the ideas presented in this chapter”; B. EGELUND-MÜLLER, M. ELSMAN, F. HENGLEIN, O. ROSS, *Automated Execution of Financial Contracts on Blockchains*, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2898670>.

⁶⁵ Cfr. J. PARRA-MOYANO, O. ROSS, *KYC Optimization Using Distributed Ledger Technology*, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2897788>, i quali osservano che: “[r]egardless of the chosen technology of the used DLT, being it a distributed database, private, restricted, or public Blockchain, our research suggests many possibilities to increase efficiency in the financial system. More specifically, a significant reduction of costs for the participating institutions, and an improved experience for customers due to such a system. Furthermore, such a system would reduce the barrier for operating a financial institution due to the decreased regulatory costs of KYC, and open the financial market for further competition”.

operazioni e, in tale contesto, dei sistemi di *Blockchain*. Sul terzo profilo, la *Call for evidence* mira ad acquisire più precise informazioni sui meccanismi che sottendono le relative operazioni.

Nella *Call for evidence* ESMA travalica il confine del *Report* del 2017, giacché entra – più direttamente – nel dibattito relativo alle valute virtuali, dal quale, invece, si dichiara di astrarre nel predetto *Report*⁶⁶. Forse questo profilo spiega la ragione per la quale, dopo la fase di consultazione, conclusasi nel 2015, non si registrano novità da parte di ESMA sul fronte della *Call for evidence*: è, infatti, evidente il diverso *focus* di quest'ultimo. Siffatto rilievo schiude, tuttavia, la prospettiva ad una delle questioni di vertice che, attualmente, riguardano la materia delle valute virtuali, ossia la loro qualificazione: se, cioè, le stesse debbano assimilarsi a mezzi di pagamento, o a prodotti finanziari: “[a]lthough ESMA is aware that many investors seem to consider VCs less as a payment instrument and more as a financial asset, straightforward purchase and holding of a virtual currency is not the focus of this call for evidence”⁶⁷. Questo rilievo, certamente condivisibile, allo stato attuale della disciplina europea, mostra però come la distinzione tra i vari “segmenti” della regolazione tenda a vacillare a fronte dell’evoluzione tecnologica, sollecitando, per tale via, riflessioni di ben più ampio respiro, peraltro sviluppate anche in altre sezioni del presente volume.

3. // FinTech Action Plan.

Nel *FinTech Action Plan* della Commissione, di recente pubblicazione, la Commissione associa in più punti *blockchain* e DLT, sottolineandone il potenziale, ed affermando che i due sistemi “*will likely lead to a major breakthrough that will transform the way information or assets are exchanged, validated, shared and accessed through digital networks. They are likely to continue to develop in the coming years and become a key component of the digital economy and society.*” In un contesto più articolato, nel quale la Commissione affronta temi legati al FinTech che travalicano le questioni legate ai sistemi DLT, è tuttavia evidente l’attenzione che viene riservato a questi ultimi, in una prospettiva che è – come già si rilevava anche dalle posizioni di ESMA – di forti aspettative per l’impatto della rivoluzione tecnologica in essere⁶⁸, e di eventuali profili di criticità sul piano della regolamentazione. Ad esempio, e con riguardo all’utilizzo delle nuove tecnologie per assolvere agli obblighi di identificazione della clientela o, più in generale, di *know-your-customer*, la Commissione pone in luce che: “[t]he uptake of disruptive technologies, such as distributed ledger technologies and artificial intelligence, may pose additional regulatory challenges. Requirements for paper-based disclosure should be addressed”. Nel riferirsi, poi, agli esiti della consultazione, si ricorda come “[r]esponses to the public consultation raise concerns that the use of such technologies may be prevented or constrained by the existing rules, for example in the following ways:

⁶⁶ Executive Summary, par. 5: “[f]inally, although ESMA is aware of the payment risks raised by virtual currencies such as Bitcoin, our focus, as a securities regulator, is on the application of the technology to securities markets”.

⁶⁷ P. TASCIA, *The Dual Nature of Bitcoin as Payment Network and Money*, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2805003>; M. WALKER, J. LUU, *Blockchain and the Nature of Money*, disponibile all’indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2939042>.

⁶⁸ Si veda, ad esempio, quanto la Commissione afferma nel par. 2.3 del documento: “*Blockchain and distributed ledger technologies will likely lead to a major breakthrough that will transform the way information or assets are exchanged, validated, shared and accessed through digital networks. They are likely to continue to develop in the coming years and become a key component of the digital economy and society.*”.

- *blockchain-based applications may raise jurisdictional issues about the law applicable and liability issues;*
- *the legal validity and enforceability of smart contracts may need clarification;*
- *there are uncertainties surrounding the legal status of ICOs and the rules applicable to them, as set out already under point 1.1. above*⁶⁹.

La Commissione conclude lasciando il problema aperto, là dove afferma che “[f]urther analysis is necessary to assess the extent to which the legal framework for financial services is technology neutral and able to accommodate FinTech innovation, or whether it needs to be adapted to this end. At the same time, it is necessary to ensure that financial stability, consumer and investor protection, anti-money laundering requirements and law enforcement are respected.” Riemerge, in quest’ultima affermazione, la questione più generale del rapporto tra evoluzione tecnologica e disciplina del mercato e, in particolare, la questione dei limiti entro i quali, eventualmente, quest’ultima debba essere plasmata in funzione del ricorso alla tecnologia, ovvero debba rimanere essenzialmente neutra⁶⁹.

4. *Le posizioni del Parlamento europeo.*

A conferma del potenziale che la tecnologia DLT può avere in specifici ambiti e settori del mercato, il Parlamento Europeo ha supportato l’avvio di un progetto della Commissione finalizzato all’impiego di sistemi DLT per facilitare l’accesso alle informazioni che gli emittenti quotati sono tenuti a diffondere in base alla Direttiva Transparency. Il nuovo sistema – denominato “*European Financial Transparency Gateway*” – dovrebbe contribuire a ridurre le differenze che sul piano degli ordinamenti nazionali ancora sussistono dopo il recepimento della Direttiva, in particolare là dove i sistemi di diffusione e di stoccaggio delle cc.dd. “informazioni regolamentate” sono, in molti casi, nazionali, e necessitano di essere maggiormente integrati tra di loro. In questa prospettiva, la disciplina delle informazioni regolamentate derivante dalla Direttiva Transparency presenta, peraltro, evidenti affinità con quella relativa alle diffusioni di informazioni privilegiate ai sensi del regolamento MAR e, pertanto, l’utilizzo di sistemi DLT potrebbe risultare funzionale ad entrambi gli ambiti.

5. *Alcune posizioni dell’EBA.*

Ampi riferimenti alla tecnologia DLT e al suo possibile impiego compaiono nel recentissimo rapporto dell’EBA intitolato *FinTech Report on Prudential Risks and Opportunities Arising for Institutions from FinTech* del luglio 2018. In un contesto più articolato, che tocca numerosi temi legati a FinTech, EBA si sofferma sulle tecnologie DLT e, in particolare, sulla *blockchain* che ne costituisce un sotto-tipo. Anche l’EBA, dopo aver ricordato la diffusione di *blockchain* in relazione alle valute virtuali, pone in luce che, per l’industria finanziaria, l’interesse sta rapidamente volgendo verso i sistemi chiusi (*restricted ledgers*), nei quali è riscontrabile “*an institution or consortium administers the ledger, with authorised and recognisable members*”

⁶⁹ Si segnala che, nel febbraio del 2018, è stato avviato il *EU Blockchain Observatory Forum*, destinato a seguire per un periodo di due anni l’evoluzione del fenomeno e del relativo dibattito. Ulteriori informazioni sono reperibili all’indirizzo <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/pre-information-notice-eu-Blockchain-observatory-forum>.

and a limited group of trusted validators”. Un’applicazione specifica riguarda, in tale contesto, gli “*smart contracts enabled by DLT*”: si tratta di “*pieces of computer code stored in a DLT, which are executed automatically on multiple distributed nodes upon fulfilment of pre-defined conditions, to enforce the terms of an agreement between parties. Therefore, agreements are automatically enforceable. Smart contracts may store the status of a transaction, to avoid having to go through the list of records in the DLT, and their execution can be triggered by another contract, by an individual or by a group of individuals if multiple parties are involved in the approval process for the execution of the contract*”. In particolare, l’EBA ritiene che l’uso di sistemi DLT per gli *smart contracts* possa risultare di notevole interesse, in quanto consentirebbe di semplificare la conclusione delle transazioni e di ridurre – fino quasi ad azzerarli – i tempi di *settlement* dei contratti (come già evidenziato nel primo *report* ESMA). Alla data di riferimento del rapporto, tuttavia, le esperienze maturate paiono ancora piuttosto acerbe: “[a]t the time of writing this report, the use of DLT and smart contracts for trade finance was still a prospective use case, as a number of entities had developed proofs of concept to verify its feasibility and potential, but DLT had not replaced the traditional processes”. In dottrina, peraltro, si registrano non poche perplessità su questo possibile impiego dei sistemi DLT, là dove si osserva che una eccessiva compressione dei tempi di regolamento delle transazioni renderebbe meno facilmente gestibili alcuni rischi tipici di tale attività: un certo *lag* temporale relativo alla fase di regolamento consente, infatti, di verificare le transazioni, e di intervenire per, eventualmente, correggerle o stornarle prima che esse divengano a tutti gli effetti definitive⁷⁰.

Un altro caso interessante riguarda l’uso della tecnologia DLT per la gestione della identità digitale, in particolare – ma non solo – ai fini antiriciclaggio⁷¹. Il tema è, in questo caso, particolarmente ampio, perché naturalmente travalica i soli ambiti della disciplina finanziaria. Con riguardo a quest’ultimo, il *report* pone in luce che “*currently, a number of digital identity solutions enabled by DLT are under discussion in the market. In general, these solutions are based on (i) a DLT that stores proof of public keys of the identities and proof of data and attestations; (ii) external data storage where data and documents are located; (iii) an end-user application to control the identity; and (iv) smart contracts orchestrating the process*”. Il processo in atto sembra presentare notevoli opportunità, che l’EBA richiama: “[i]n addition to the potential benefits of the DLT, such as decentralisation, resilience and reduction of data integrity risk, a number of potential opportunities could possibly stem from its use as part of the CDD process by institutions. The most relevant appear to relate to cost reduction and improved customer experience resulting from a possible simplification of the process and access to updated information. When it comes to the on-boarding of new customers, institutions could potentially leverage their CDD measures previously applied by other institutions (subject to the respective risks mentioned above), thus reducing costs generally associated with AML/CFT compliance”.

⁷⁰ Sul punto v. P.L. ATHANASSIOU, (nt. 49), 166, il quale pone anche in luce il fatto che, allo stato attuale, la tecnologia DLT non sarebbe in grado di affrontare sistemi di *netting* multilaterale. La posizione dell’Autore può essere condivisa soltanto in parte, posto che – di contro – la tendenza all’acceleramento dei tempi di regolamento delle transazioni è un *trend* che connota l’evoluzione dei sistemi da almeno 30 anni. Quanto al vincolo tecnologico, l’esperienza ci sta mostrando quanto lo stesso sia mobile, ed in grado di evolvere rapidamente.

⁷¹ In argomento il documento predisposto dall’International Organization for Standardization, *Information technology: Security techniques - a framework for identity management. Part 1: Terminology and concepts: ISO/IEC 24760-1:2011*, disponibile all’indirizzo <https://www.iso.org/standard/57914.html>.

Naturalmente l'EBA discute ampiamente – come già l'ESMA – i rischi associati allo sviluppo delle nuove tecnologie, in particolare quelli prudenziali: rischi di sicurezza, frode, vulnerabilità dei sistemi, perdita di dati, furto di codici. Un profilo che sembra preoccupare l'ESMA è che – a fronte dello sviluppo delle nuove tecnologie – si accresca la dipendenza da terze parti: “[t]he dependence on third parties is expected to increase, as DLT, external data storage, end-user applications, oracles and other external systems would generally be provided by ICT service providers. A concentration risk may also arise if multiple institutions rely on the same provider, implementation or consortium, leading to macroprudential concerns, i.e. a possible single point of failure”. Verrebbe da osservare che questo, peraltro, è un tema che oggi interessa l'intera società civile e che, per certi versi, è quasi un'ovvietà: è giusto, tuttavia, che anche le Autorità di vigilanza facciano la propria parte nell'evidenziare i rischi ai quali, tutti, andiamo incontro.

IV. Considerazioni conclusive.

Le considerazioni che precedono si sono appuntate sui tre profili tipici della disciplina che riguarda, o che attiene, ai sistemi di negoziazione: i prodotti, gli intermediari, le infrastrutture. Le riflessioni svolte mostrano che le nuove tecnologie hanno avuto, sino ad ora, un impatto alquanto diverso nelle tre aree oggetto di indagine. Con riguardo ai prodotti del mercato, la disciplina ha, sino ad ora, conservato un approccio tendenzialmente *technologically neutral*, probabilmente anche a causa delle difficoltà conseguenti alla comprensione dei nuovi fenomeni, ed al loro inquadramento nelle categorie tradizionali. Il dibattito teorico e dottrinale è, tuttavia, stato molto ampio, anche se lungi dal trovare soluzioni unanimemente condivise. All'orizzonte, si profilano comunque interventi normativi specifici in questo settore.

Con riguardo agli intermediari, la disciplina di *algo* e HFT si mostra, invece, chiaramente influenzata dalla variabile tecnologica: pur non dando luogo a veri e propri regimi speciali, essa, infatti, comporta l'inserzione, nel corpo della disciplina generale delle attività di intermediazione, di regole speciali, concepite per meglio gestire, e presidiare, i rischi conseguenti all'impiego delle nuove tecnologie (peraltro ormai dominanti sui mercati). L'impatto della variabile tecnologica, in questo caso, riguarda in primo luogo gli intermediari, ma scavalca nella disciplina delle *trading venues*, queste ultime destinatarie di regole *ad hoc*, là dove consentano operatività di tipo AT o HFT sui propri circuiti.

Infine, e con riguardo alle infrastrutture di mercato, le potenzialità derivanti dall'impiego delle nuove tecnologie sono chiaramente percepite, *in primis* dalle Autorità di vigilanza e dai regolatori. In questo senso, l'evoluzione tecnologica potrebbe presto trasformare meccanismi centrali a presidio delle infrastrutture di mercato, quali quelli di *clearing* e *settlement*, e avere anche impatti più ampi sulle tecniche e sugli “stili” della vigilanza sul comparto finanziario.

Tutti e tre i profili richiamati mostrano, in ogni caso, quando profondo sia il legame tra nuove tecnologie e scelte normative nell'ambito delle *trading venues*, e di quanto queste ultime finiscano per essere sia il crocevia di molte questioni che si pongono nel nuovo contesto, sia terreno di sperimentazioni.

BREVI RIFLESSIONI SUL DIRITTO DI VOTO DEI TITOLARI DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E SUL PRINCIPIO DI SUPREMAZIA DEGLI AZIONISTI

STEFANO BRIGHENTI*

SOMMARIO: 1. Il problema. – 2. La tesi delle assemblee separate. – 3. La tesi dell'unica assemblea. – 4. Le modalità di funzionamento dell'assemblea comune. – 5. Riflessioni sulla declinazione del principio di supremazia degli azionisti: proposta di una ricostruzione alternativa. – 6. Profili critici della ricostruzione proposta e conclusioni sul possibile ruolo degli strumentisti.

1. Il problema.

L'art. 2351, quinto comma, c.c. consente di incorporare negli strumenti finanziari partecipativi anche «il diritto di voto su argomenti specificamente indicati». Il legislatore ha tuttavia specificato, all'ultimo comma dell'art. 2346 c.c., che resta «escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti». L'art. 2351 prevede inoltre che «può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco».

La norma contenuta nell'art. 2351, quinto comma, pone due ordini di problemi. Un primo problema riguarda il significato da attribuire al divieto di voto in assemblea generale sancito dall'ultimo comma dell'art. 2346, giacché può essere inteso in due sensi. In un primo significato questo divieto può essere riferito al luogo di espressione del voto: e in particolare alla necessità che questa espressione avvenga nell'ambito di un'assemblea speciale. In un secondo significato può essere invece riferito all'ambito delle decisioni che possono rientrare nella competenza dei titolari di strumenti finanziari partecipativi¹.

In secondo luogo, anche la riserva di nomina di alcuni componenti di cariche sociali ha fatto sorgere dubbi circa la necessità che la stessa venga a sua volta esercitata in un'assemblea speciale e si configuri perciò come potere di nomina, anziché come diritto di concorrere alla loro elezione.

All'analisi di questi problemi è dedicato il presente scritto.

* Dottore di ricerca in Diritto, mercato e persona presso Università Ca' Foscari Venezia; email: stefanobrigenti90@gmail.com.

¹ Il problema interpretativo fu sollevato, già prima dell'entrata in vigore della riforma del 2003, da CONFINDUSTRIA, *Osservazioni e proposte di modifica da parte della Confindustria (versioni del 27 novembre 2002 e 11 dicembre 2002)*, Allegato tecnico: *Osservazioni specifiche sulle norme di attuazione della legge delega per la riforma del diritto societario (l. n. 366/2001)*, reperibili in *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, a cura di M. VIETTI, F. AULETTA, G. LO CASCIO, U. TOMBARI, A. ZOPPINI, Milano, Giuffrè, 2006, 3903, ove si legge: «la norma [art. 2351, n.d.a.] però risulta insufficientemente articolata dando luogo ad una serie di dubbi interpretativi. Non è infatti chiaro come si debba esprimere il diritto di voto dei titolari degli strumenti finanziari: è necessaria un'assemblea separata o, invece, il voto viene espresso nell'assemblea generale degli azionisti. In quest'ultimo caso, tuttavia, sorgerebbero difficoltà organizzative relative al calcolo del *quorum* o agli effetti del voto espresso (può essere configurato come un veto?)».

La questione è strettamente collegata ad un altro tema, ossia il principio di supremazia degli azionisti. Per opinione unanime e condivisibile, infatti, deve ispirarsi a tale principio la ricostruzione del ruolo (e quindi del peso) che azionisti e strumentisti rispettivamente hanno nel processo decisionale cui entrambi partecipano. Si vedrà, tuttavia, come differenti letture del dato normativo conducano a differenti interpretazioni del principio in esame; e si vedrà come a ciascuna diversa interpretazione del principio di supremazia corrisponda, di riflesso, una diversa ricostruzione del ruolo degli strumentisti nel processo decisionale cui partecipano.

L'analisi muoverà dall'esposizione delle tesi proposte in argomento dalla dottrina e dagli orientamenti notarili editi (parr. 2-4), per poi avanzare un'ipotesi ricostruttiva ulteriore (par. 5). Si individueranno quindi gli aspetti critici che devono guidare l'interprete nella scelta della soluzione maggiormente conforme al diritto positivo (par. 6) traendo infine alcune conclusioni sul punto.

2. La tesi delle assemblee separate.

Un primo orientamento sostiene che gli strumentisti devono esercitare il proprio diritto di voto separatamente dagli azionisti². La tesi si basa prima di tutto su un argomento di ordine

² Così M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, relazione al convegno *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi e attese*, organizzato dal Consiglio Nazionale del Notariato e IPZS, Firenze, 16 novembre 2002, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 ss., 550 s.; ID., *Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese*, in *Riv. soc.*, 2018, 1134 ss., 1147; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 519 ss., 536; F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 414 ss., 417; V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 2004, 2/I, 152 s.; A. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 293 ss., 298; G. FERRI jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. MONTAGNANI, Milano, Giuffrè, 2004, 92; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 264; ID., *Commento all'art. 2351*, in *Società di capitali*, cit., 313; A. MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, Cedam, 2004, 245; C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2004, I, 185 ss., 204; C. PELLEGRINI, *Strumenti finanziari: profili di disciplina e alcune implicazioni per il governo societario*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2005, I, 547 ss., 580 s.; U. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, *Studio n. 5571/I del Consiglio Nazionale del Notariato, Approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 25 febbraio 2005*, 8; ID., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss., 155 ss.; F. GALGANO, R. GENGINI, *Il nuovo diritto societario*³, 1, Padova, Cedam, 2006, 250 s.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006, 71 s.; A. ZANONI, *Commento all'art. 2346*, in *Codice Commentato delle s.p.a.*, diretto da G. FAUCEGLIA, G. SCHIANO DI PEPE, I, Torino, Utet, 2006, 167; B. LIBONATI, *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 1 ss., 14 ss.; A. LUPOI, *Strumenti di investimento nell'impresa (forme complesse di garanzia)*, in *Contr. impr.*, 2007, 278 ss., 290; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), *Commento all'art. 2346, comma 6*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, Milano, Egea, 2008, 96 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2008, 257 s.; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, di N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Padova, Cedam, 2010, 342 s.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2010, 268 s.; A. GIAMPIERI, *Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 412 ss., 426; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Gli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di restructuring*, in *Società*, 2011, 925 ss., 929; P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato*, Torino, Giappichelli, 2012, 94; M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *RDS*, 2013, III, 326 ss., 336; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere*

letterale: l'art. 2346, sesto comma, dopo avere riconosciuto la possibilità di attribuire agli strumenti finanziari partecipativi anche diritti amministrativi, esclude espressamente che questi possano consistere nel diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. La norma prescriverebbe quindi che il diritto di voto eventualmente attribuito agli strumentisti debba essere esercitato non nell'assemblea generale³, ma in un'assemblea separata⁴, o che quanto meno le dichiarazioni di voto debbano essere conteggiate separatamente⁵.

Sempre dal punto di vista letterale, l'idea di una segregazione dell'attività decisionale degli strumentisti sarebbe inoltre suggerita dallo stesso art. 2351, quinto comma, il quale tipizza, attraverso l'espressione «e in particolare», una fattispecie deliberativa nella «nomina» di un componente indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o di un sindaco: la «riserva di nomina» indicherebbe chiaramente una decisione assunta dai titolari di strumenti finanziari in totale autonomia, non una loro partecipazione al processo di elezione delle cariche sociali⁶.

La tesi utilizza anche su un argomento di ordine sistematico. Far partecipare gli strumentisti alla stessa assemblea degli azionisti, far quindi dipendere l'esito del processo decisionale dal risultato di un'unica votazione in cui i voti dei primi si cumulano con quelli

e rischio nella s.p.a. riformata, in *Contr. impr.*, 2014, 221 ss., 238; L. SCHIUMA, *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, in *Governo societario ed esercizio del diritto di voto*, a cura di L. SCHIUMA, Padova, Cedam, 2014, 20 ss. e 39 s.; L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, Torino, Giappichelli, 2017, 98 ss., 103 ss.; E. GINEVRA, *Gli strumenti finanziari diversi da azioni e obbligazioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, Giappichelli, 2017, 386; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/167.aspx>. Sembrerebbe orientato in questo senso, se ben si è compreso il pensiero dell'Autore, anche M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 1***, Torino, Utet, 2004, 285, nt. 655 e nt. 657.

³ M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, (nt. 2), 551; A. BARTALENA, (nt. 2), 298; G. FERRI jr., (nt. 2), 92; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, (nt. 2), 264; ID., *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313; F. GALGANO, R. GENGHINI, (nt. 2), 250 s.; B. LIBONATI, (nt. 2), 14 s.; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 335 s.; L. SCHIUMA, (nt. 2), 21 s. e 39 s.; E. GINEVRA, (nt. 2), 386; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁴ Discutendosi poi se si tratti dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c. oppure di un'assemblea separata non coincidente con quella prevista da detta disposizione. Per quanti aderiscono al primo indirizzo, l'attribuzione del diritto di voto a norma dell'art. 2351, quinto comma, determinerebbe un'estensione delle competenze dell'assemblea di cui all'art. 2376, con conseguente applicazione delle sue regole di funzionamento: in questo senso V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; G. FERRI jr., (nt. 2), 92, per il quale gli «specifici argomenti» di cui all'ultimo comma dell'art. 2351 andrebbero perciò a circoscrivere, prima ancora che il diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, le competenze dell'organo assembleare dagli stessi composto; A. MAFFEI ALBERTI, (nt. 2), 245; C. RABITTI BEDOGNI, (nt. 2), 204; B. LIBONATI, (nt. 2), 14; A. LUPOI, (nt. 2), 290; A. GIAMPIERI, (nt. 2), 426; P. LUCANTONI, (nt. 2), 94 s.; M. MAROCCHI, (nt. 2), 238; E. GINEVRA, (nt. 2), 386. Quanti invece aderiscono alla seconda opzione interpretativa ammettono che lo statuto possa liberamente disciplinare i profili procedurali e formali delle riunioni assembleari dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, invocando l'applicazione analogica della disciplina dell'assemblea straordinaria (cui rinviano sia l'art. 2376 sia l'art. 2415, terzo comma) solo in mancanza di apposite previsioni al riguardo: in questo senso A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313 s.; U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8; N. ABRIANI, (nt. 2), 343 nt. 389; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 929; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 336; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2); A. ZANONI, (nt. 2), 167.

⁵ Ciò a prescindere dal fatto che lo statuto (o il regolamento ad esso allegato) disponga che la riunione degli azionisti e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi debba o possa avvenire contestualmente nel medesimo luogo: così CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁶ M. LAMANDINI, (nt. 2), 536; V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 312 s.; N. ABRIANI, (nt. 2), 346.

dei secondi, potrebbe consentire ad investitori non soci di determinare l'adozione di una delibera anche contro la volontà della maggioranza del capitale sociale votante. Pertanto, affinché ogni decisione presupponga il necessario consenso degli azionisti, sarebbe preferibile mantenere separato il conteggio delle maggioranze ed esigere l'approvazione di entrambe le categorie di investitori, attribuendo così agli strumentisti solamente un potere di veto⁷.

Si è infine rilevato come l'unicità dell'assemblea porrebbe anche problemi di ordine pratico: la disomogeneità strutturale di azioni e strumenti finanziari partecipativi renderebbe non agevole la scrittura di una disciplina statutaria capace di disciplinare la compartecipazione in un'unica assemblea di differenti categorie di investitori⁸.

Il legislatore, dunque, avrebbe inteso contenere i poteri degli strumentisti nei limiti di una funzione meramente difensiva, di tutela cioè del proprio investimento, non conferire loro la capacità di imporre una delibera ad una maggioranza dell'azionariato dissenziente. La corretta interpretazione degli artt. 2346, sesto comma, e 2351, quinto comma, condurrebbe allora a declinare la possibile partecipazione degli strumentisti al governo societario unicamente nelle seguenti tre opzioni: ampliare in via statutaria l'ambito di applicazione dell'art. 2376, richiedendo la loro approvazione per deliberazioni assembleari la cui possibile connotazione pregiudizievole non è già inclusa nella tutela di fonte legale, ad esclusione di quelle per le quali l'art. 2369, quarto comma vieta un innalzamento dei quozienti⁹; conferire

⁷ M. LAMANDINI, (nt. 2), 536, il quale osserva che «si è inteso vietare che il governo della società possa essere attribuito, per via statutaria, ai possessori di questi strumenti. Ai quali è sì possibile attribuire un diritto di controllo, anche attraverso un componente del consiglio e un potere di veto su argomenti specifici (attraverso la predisposizione statutaria di competenze autorizzatorie di singole materie in capo all'assemblea dei possessori di tali strumenti) ma non è possibile attribuire un ruolo attivo di governo»; V. SANTORO, (nt. 2), 152 s.; G. FERRI *jr.*, (nt. 2), 92; C. PELLEGRINI, (nt. 2), 580 ss.; U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8; C. ANGELICI, (nt. 2), 70 ss.; B. LIBONATI, (nt. 2), 15 s., 20, ad opinione del quale «l'esclusione di cui all'art. 2346, comma 6 intende chiaramente evitare che la delibera di competenza dell'assemblea generale si formi con il concorso di volontà diverse da quelle dei soci»; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 96 nt. 116, secondo il quale gli strumentisti «non possono *concorrere* coi soci alla formazione della deliberazione, né votando *insieme* ad essi, né sommando i propri voti, espressi separatamente, ai voti dei soci. In altre parole, gli strumenti finanziari partecipativi non partecipano “in positivo” alla formazione della decisione di competenza dell'assemblea dei soci» (enfasi originali); C. BRESCIA MORRA, (nt. 2), 257, 259; N. ABRIANI, (nt. 2), 343; M. MAUGERI, (nt. 2), 269 nt. 167, secondo cui «il “concorso” dei possessori di strumenti finanziari [...] si attingerà allora quale elemento “esterno” al procedimento deliberativo assembleare idoneo a condizionarne la conformità alla “legge e allo statuto” ai sensi dell'art. 2377 c.c.»; P. LUCANTONI, (nt. 2), 98; L. MIOTTO, (nt. 2), 65 ss., 98 ss., 103 ss., per la quale l'attribuzione statutaria del diritto di voto deve essere un mezzo per l'autotutela della categoria avverso un pregiudizio cui è esposta, non invece per la spoliazione della sovranità degli azionisti; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁸ F. GALGANO, R. GENGHINI, (nt. 2), 251 nt. 167; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

⁹ Si tende generalmente ad ammettere che, eccettuati come detto gli argomenti menzionati all'art. 2369, quarto comma, agli strumentisti possa essere riconosciuto il diritto di esprimersi tendenzialmente su qualunque materia di competenza dell'assemblea, ordinaria o straordinaria: così U. TOMBARI, *Studio 5571/I del CNN*, (nt. 2), 8 s.; B. LIBONATI, (nt. 2), 19; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 98 ss.; N. ABRIANI, (nt. 2), 343 s.; M. MAUGERI, (nt. 2), 269 s.; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 337; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Si veda però A. LUPOI, (nt. 2), 290, il quale ammette che agli strumentisti possa essere riconosciuto un potere di veto anche in ordine all'approvazione del bilancio. È rimasta invece minoritaria la tesi di G. FERRI *jr.*, (nt. 2), 93, e, se si è ben capito, anche di A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313, e P. LUCANTONI,

loro il potere di autorizzare determinate operazioni dell'organo amministrativo¹⁰; riservare loro il diritto di nominare (e, secondo alcuni, anche di revocare¹¹) una minoranza dei membri degli organi di amministrazione e di controllo.

3. La tesi dell'unica assemblea.

Un secondo filone interpretativo sostiene invece la tesi per cui gli strumentisti dotati del diritto di voto dovrebbero¹², o per alcuni potrebbero¹³, esercitarlo nella medesima assemblea

(nt. 2), 97, secondo cui gli «specifici argomenti» sui quali può essere riconosciuto il diritto di voto agli strumentisti sarebbero limitati a quelli di competenza della sola assemblea ordinaria.

¹⁰ Purché siano molto circoscritte, così da non provocare di fatto una penetrante ingerenza nella gestione: così L. MIOTTO, (nt. 2), 109 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Nello stesso senso, se ben s'intende, anche P. LUCANTONI, (nt. 2), 95 nt. 66. Si pronunciano tuttavia in senso contrario alla possibilità di attribuire direttamente agli strumentisti il potere autorizzativo verso gli amministratori, ritenendo che essi possano al più approvare la deliberazione di un'assemblea degli azionisti convocata ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), N. ABRIANI, (nt. 2), 344; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 930; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 337.

¹¹ Così M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 105; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2). Di opinione conforme parrebbe anche C. PELLEGRINI, (nt. 2), 586. In senso contrario paiono però A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 2), 313; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 340; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22 nt. 46.

¹² Così ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società. Società di capitali e cooperative*, a cura di G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, Bologna, Il Mulino, 2003, 101; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268 ss., 1297 s.; F. DIMUNDO, *Commento all'art. 2346*, in *Società per azioni. Azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, di E. CARATOZZOLO, S. DI AMATO, F. DIMUNDO, G. LO CASCIO, G. MUSCOLO, C. PROTO, Milano, Giuffrè, 2003, 13; M. LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, Cedam, 2004, 253; G. OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 57 ss., 63; G. MIGNONE, *Commento all'art. 2351, comma 5*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, I, Bologna, Zanichelli, 2004, 336 s.; S. PERUGINO, *Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, 941 ss., 946; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, Ipsoa, 2004, 57 s.; L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 166 ss., 179 s. (seppur in senso dubitativo); M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006, 77, 82 ss.; D. PASTORE, *I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 1025 ss., 1049 ss.; S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, Zanichelli, 2010, 350 s.; E. PEDERZINI, *Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 554 ss., 558 s.; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2012, 278 ss.; P. TULLIO, *Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare*, in *RDS*, 2013, III, 364 ss., 387 nt. 103; R. LENER, *Voice dei non soci, soci senza voice e concezione contrattuale della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 480 ss., 486; F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, Esi, 2017, 281 ss.

¹³ Nel senso che la legge non precluderebbe l'esercizio del diritto di voto nella stessa assemblea degli azionisti, pur rimettendo all'autonomia statutaria la scelta di collocarne l'esercizio in tale consesso ovvero in un'assemblea separata con funzione di approvazione (e quindi di veto) delle deliberazioni adottate dagli azionisti: così COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1. – Esercizio di voto degli strumenti finanziari* – 1^o pubbl. 9/04, <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-62-spa-strumenti-finanziari.html#inizio>; A. LOLLI, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, Padova, Cedam, 2005, 206 s.; G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 163 ss., 177 nt. 38; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *Commento all'art. 2346*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II*, Padova, Piccin, 2010, 227 s., 230; A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nelle s.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Milano, Giuffrè, 2012, 254, 258, nt. 241; sembrano orientati in questo senso anche M. DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario*, cit., 264, e A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società*

degli azionisti, così da integrare i voti di questi ultimi e partecipare “in positivo” all’assunzione della delibera. Anche questo orientamento si basa prima di tutto su un argomento di ordine letterale: il riconoscimento di un diritto di voto, non meglio definito né circostanziato, suggerirebbe una sua naturale collocazione all’interno dell’assemblea degli azionisti. Il divieto di cui all’art. 2346, sesto comma, si limiterebbe perciò ad escludere la liceità di un’attribuzione del diritto di voto genericamente relativa a tutti gli argomenti di competenza dell’assemblea, o comunque tanto ampia da consentire di fatto una partecipazione pressoché generalizzata¹⁴.

La competenza degli strumentisti a nominare alcuni membri degli organi di amministrazione e di controllo sarebbe poi compatibile con una “fisiologica” forma di concorso alla nomina di tutti i componenti delle cariche sociali, che ben potrebbe costituire uno degli «argomenti specificamente indicati» dallo statuto¹⁵.

Alcune interpretazioni valorizzano inoltre i dati desumibili da altre norme. In particolare, parte della dottrina dà rilievo all’art. 2506-ter, quarto comma¹⁶, e alle modifiche apportate dal d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, agli artt. 2370, primo comma, 2372, primo comma, e 2373, primo comma, dove le parole «soci» o «azionisti» cui «spetta il diritto di voto» sono state sostituite dalla locuzione «coloro ai quali spetta» il diritto di voto¹⁷.

per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie, in *Giur. comm.*, 2008, I, 510 ss., 535 ss. (quest’ultimo, in particolare, prima sembra supporre che i voti di azionisti e strumentisti si cumulino in un’unica votazione, poi però ammette che lo statuto possa anche riservare ai secondi un diritto di veto di categoria nelle materie rispetto alle quali è loro concesso il voto). Tra quanti aderiscono a questo orientamento si discute piuttosto in merito a quale regime trovi applicazione in caso di silenzio dello statuto sul punto: secondo A. LOLLI e M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, prevarebbe la collocazione in un’assemblea separata; per COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE e M. DE ACUTIS, invece, in mancanza di indicazioni statutarie in proposito il voto andrebbe esercitato nell’assemblea generale. Si deve qui precisare che, pur trattandosi di una ricostruzione parzialmente differente rispetto a quella (sostenuta dagli Autori citati alla nota precedente) secondo cui gli strumentisti devono necessariamente votare in un’assemblea comune con gli azionisti, si è ritenuto di rappresentare in modo congiunto i due filoni in quanto accomunati (e questo è il dato su cui s’intende porre l’accento) dalla medesima interpretazione del divieto di voto nell’assemblea generale degli azionisti sancito all’ultimo comma dell’art. 2346.

¹⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; M. LIBERTINI, (nt. 12), 253; G. OPPO, (nt. 12), 63; G. MIGNONE, (nt. 12), 337; S. PERUGINO, (nt. 12), 946; COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13); M. CIAN, (nt. 12), 63, 68; G. GIANNELLI, (nt. 13), 177 nt. 38; A. POMELLI, (nt. 13), 535; M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 227 s., 230, secondo i quali l’orientamento avverso sarebbe frutto di preoccupazioni di carattere astratto, volte a salvaguardare la tesi di principio per cui in assemblea potrebbero esprimere il voto solamente i soci, che sembrerebbero oramai superate dal sistema; S. LUONI, (nt. 12), 351; E. PEDERZINI, (nt. 12), 559; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 254, 258, nt. 241; A. VALZER, (nt. 12), 278 ss., 283, 287, per il quale «se si può ammettere che vi sia una ben precisa *ratio* sottesa alla scelta legislativa di consentire l’attribuzione del diritto di voto agli strumenti finanziari solo per argomenti specifici, precludendo, quindi, un concorso generale in tutte le possibili materie che invocano il coinvolgimento della compagine sociale nelle dinamiche di funzionamento dell’organizzazione; ebbene non sembrano ricorrere particolari esigenze, pratiche o di principio, idonee a fondare e giustificare la “ghettizzazione” del capitale finanziario nel procedimento di formazione della volontà assembleare in quelle stesse (specifiche) materie nelle quali questo sia statutariamente ammesso ad esprimersi»; R. LENER, (nt. 12), 486 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286.

¹⁵ L. ENRIQUES, (nt. 12), 179 s.; R. LENER, (nt. 12), 486; F. INNOCENTI, (nt. 12), 282.

¹⁶ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; S. LUONI, (nt. 12), 351. Seppur in senso dubitativo, così pare anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 180; F. INNOCENTI, (nt. 12), 287.

¹⁷ E. PEDERZINI, (nt. 12), 558 s.; A. VALZER, (nt. 12), 283 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286, testo e nt. 236, dove l’Autrice evidenzia come anche gli artt. 2368 e 2369 siano stati modificati in tal senso: la prima norma non prevede più (come nella versione precedente al d. lgs. 27/2010) che l’assemblea sia regolarmente costituita «con

La tesi della partecipazione ad un'unica assemblea sarebbe peraltro in linea con quanto stabilito in tema di strumenti finanziari delle società cooperative all'art. 2541¹⁸ e all'art. 2526¹⁹. Quest'ultima disposizione, in particolare, prevede al primo comma la possibilità per la cooperativa di emettere strumenti finanziari «secondo la disciplina prevista per le società per azioni» e successivamente, al secondo comma, sottintende la partecipazione degli strumentisti alla medesima assemblea dei soci cooperatori.

Ulteriori argomenti vengono tratti dalla disciplina dell'intermediazione finanziaria. L'art. 106, comma 3-*bis*, t.u.f., sembra presupporre che il diritto di voto di azionisti e strumentisti insista sulla medesima assemblea, giacché fa riferimento alla «detenzione congiunta di azioni e strumenti finanziari con diritto di voto sugli argomenti indicati nell'art. 105 [ossia nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, *n.d.a.*], in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente a quella di chi detenga la partecipazione indicata nei commi 1, 1-*bis* e 1-*ter*»²⁰. Il presupposto troverebbe poi riscontro nell'art. 1, comma 381, della l. 266/05 (Legge Finanziaria 2006), il quale menziona espressamente «strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria»²¹.

A sostegno di questa tesi sono stati proposti anche argomenti di ordine sistematico.

Si è infatti autorevolmente sostenuto che l'ammissione degli strumentisti all'assemblea generale risponderebbe ad una precisa scelta di politica legislativa: il legislatore avrebbe voluto rafforzare l'attrattività delle imprese societarie riconoscendo la possibilità di conferire

l'intervento di tanti soci che rappresentano almeno la metà del capitale sociale», ma che lo sia «quando è rappresentato» almeno la metà del capitale sociale; la seconda norma, invece, in tema di seconda convocazione o di convocazioni successive non prevede più «se i soci partecipanti all'assemblea non rappresentano la parte richiesta dall'articolo precedente», ma «se all'assemblea non è complessivamente rappresentata [...]».

¹⁸ S. PERUGINO, (nt. 12), 946, il quale tuttavia non argomenta la rilevanza sistematica della norma citata.

¹⁹ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; G. OPPO, (nt. 12), 63; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; L. ENRIQUES, (nt. 12), 180; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; S. LUONI, (nt. 12), 352; R. LENER, (nt. 12), 486; F. INNOCENTI, (nt. 12), 287.

²⁰ L. ENRIQUES, (nt. 12), 180. La conclusione parrebbe confortata anche dalla sintesi di talune norme definitorie contenute sempre nel t.u.f.: a norma dell'art. 105, «per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza»; a norma dell'art. 101-*bis* t.u.f., «per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria»; infine, ai sensi della Sezione C dell'Allegato I al t.u.f. (cui rinvia l'art. 1, comma 2, t.u.f.), per «strumenti finanziari» s'intendono, tra l'altro, i «valori mobiliari», definiti dall'art. 1, comma 1-*bis* comprendendo anzitutto (lett. a) «azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società» nonché «obbligazioni e altri titoli di debito»; tra tali «altri titoli equivalenti ad azioni di società» paiono potersi ricomprendere anche gli strumenti finanziari partecipativi. Se dunque il legislatore ha ritenuto di definire la «partecipazione» come «una quota di titoli», usando quindi una nozione più ampia di «una quota di azioni», potrebbe supporre che sottintendesse la possibile presenza di altri strumenti finanziari diversi dalle azioni ma parimenti dotati del «diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» ed in specie dotati del diritto di voto in ordine a «nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». In questo senso anche F. INNOCENTI, (nt. 12), 288 s.

²¹ M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 255.

posizioni appetibili a chi dia apporti importanti, ma non qualificabili come conferimento in senso tecnico²².

Lo stesso principio di supremazia degli azionisti (presupposto dall'esclusione del voto generalizzato in capo agli strumentisti) deporrebbe nel senso della tesi qui considerata, in quanto renderebbe intollerabile che categorie di investitori diverse dagli azionisti possano porre un veto su una decisione assunta dalla maggioranza dei soci. L'aggregazione del consenso necessario all'adozione di una delibera potrebbe quindi solo venire complicata dalla presenza di altri aventi diritto al voto, ma rimarrebbe inaccettabile che costoro, senza partecipare al capitale sociale e prescindendo del tutto dalle proporzioni del loro apporto, divengano in grado di neutralizzare autonomamente una positiva volontà degli azionisti²³. Poco pertinente risulterebbe d'altronde ogni richiamo all'assemblea speciale dell'art. 2376: questa avrebbe infatti una competenza precisa e limitata dal legislatore all'approvazione di delibere pregiudizievoli per la categoria, costituendo null'altro che la trasposizione entro la realtà organizzativa-societaria della regola del mutuo consenso necessario alla modifica del rapporto contrattuale²⁴. Si applicherebbe perciò solo nel caso in cui una certa deliberazione, vi partecipino o meno gli strumentisti, risulti pregiudizievoli per i loro diritti²⁵.

La soluzione dell'unicità dell'assemblea si lascerebbe preferire anche sotto il profilo pratico: essa assicurerebbe infatti la contestualità del consenso, l'informazione e la reciproca, possibile, influenza fra i portatori delle diverse opinioni²⁶. La soluzione di limitare il voto alla

²² M. LIBERTINI, (nt. 12), 253, ad opinione del quale, oltretutto, «sarebbe incoerente che, di fronte alla possibilità espressa nella legge, di attribuire ai portatori di strumenti finanziari potere di nominare un amministratore, poi fossero inammissibili delle clausole che attribuiscono invece il diritto di voto su determinate materie».

²³ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; M. CIAN, (nt. 12), 75 ss., 85; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 258, il quale, in testo, reputa la tesi dell'attribuzione agli strumentisti di un mero potere di veto «fuorviante, del tutto estranea alle intenzioni stesse del relatore del disegno legislativo ed immotivatamente penalizzante nei confronti dei soci della società e del peso da loro assunto all'interno dell'organizzazione della stessa»; e, alla nt. 240, precisa: «oltre che, si potrebbe asserire, del medesimo titolare di strumenti finanziari partecipativi singolarmente inteso, dovendosi ravvisare in tale soluzione una valorizzazione massima del voto dei titolari di strumenti partecipativi, ma solo nel loro complesso intesi, e dunque, in definitiva, solo nella maggioranza di essi». In quest'ordine di idee anche F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; A. VALZER, (nt. 12), 279.

²⁴ F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 75; D. PASTORE, (nt. 12), 1050; A. VALZER, (nt. 12), 278 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 281. L'orientamento che colloca l'espressione del diritto di voto nelle assemblee separate potrebbe inoltre creare un problema di sovrapposizione dell'art. 2351, quinto comma, con l'art. 2376. Gli argomenti (diversi dalla nomina delle cariche sociali) sui quali potrebbe essere riconosciuto un diritto di voto agli strumentisti rischierebbero infatti di coincidere con quelli già rientranti nella loro competenza in base all'art. 2376, almeno laddove si offrisse un'interpretazione estensiva di detta disposizione. In altri termini, la tesi della necessaria separazione delle assemblee sembrerebbe far dipendere l'ambito di applicazione dell'art. 2351, quinto comma, semplicemente dall'ampiezza dell'interpretazione della nozione di «pregiudizio» rilevante per l'operatività della tutela legale. Uno spunto in questo senso pare ravvisabile anche in G. OPPO, (nt. 12), 63, e R. LENER, (nt. 12), 486, il quale osserva: «il voto nell'assemblea speciale non avrebbe ragione di essere espressamente attribuito, considerata la previsione dell'art. 2376 c.c. Ancora, il voto nell'assemblea speciale, avendo funzioni di tutela dei diritti di categoria, non potrebbe certo essere limitato ad «argomenti specificamente indicati»».

²⁵ G. MIGNONE, (nt. 12), 337; M. LIBERTINI, (nt. 12), 253; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 76; A. VALZER, (nt. 12), 279 nt. 274.

²⁶ G. MIGNONE, (nt. 12), 336 s., ad avviso del quale «sarebbe un diritto di voto sminuito quello che fosse assegnato privo della possibilità di partecipare alla discussione sull'argomento in merito al quale si deve decidere.

sola sede dell'assemblea speciale contrasterebbe inoltre con ragioni di opportunità e risparmio di risorse (e quindi di efficienza), oltretutto con il principio della formazione della volontà assembleare²⁷.

Per tutte queste ragioni, la riforma del 2003 avrebbe introdotto la possibilità di coinvolgere investitori non soci in un unico processo deliberativo, nell'ambito di un organo composto da diversi soggetti a vario titolo legittimati²⁸: l'art. 2351, quinto comma, avrebbe quindi previsto il diritto degli strumentisti a partecipare al voto in merito ad uno o più argomenti²⁹, purché di numero contenuto e di interesse comune³⁰, analogamente agli azionisti a voto limitato³¹.

All'interno dell'orientamento in esame vi sono tuttavia punti di divergenza per quanto riguarda la nomina, da parte degli strumentisti, di membri degli organi di amministrazione o di controllo: secondo alcuni, infatti, anche la nomina di componenti dell'organo di amministrazione o di controllo dovrebbe avvenire nell'assemblea comune³²; secondo altri, invece, la disposizione del quinto comma dell'art. 2351 individuerrebbe una fattispecie derogatoria alla regola generale, consentendo di riservare ai titolari di strumenti finanziari

Anche osservando la questione da un punto di vista diverso da quello dei portatori degli strumenti, lo stesso ruolo dell'assemblea ne risulterebbe mortificato»; A. VALZER, (nt. 12), 283; F. INNOCENTI, (nt. 12), 286.

²⁷ G. MIGNONE, (nt. 12), 336, testo e nt. 17, dove l'Autore osserva come, diversamente opinando, per ogni argomento l'assemblea generale dovrebbe coordinare la propria attività con quella dell'assemblea speciale, per cui la prima dovrebbe deliberare e poi attendere ogni volta l'esito della decisione di quella speciale, anche quando non si tratti affatto della possibile compromissione di diritti di categoria. Conf. F. INNOCENTI, (nt. 12), 281 e 286, secondo la quale la necessità di un'approvazione di un'assemblea separata finirebbe per alterare il principio plutocratico che anima la società azionaria, paralizzando i lavori assembleari e vanificando altresì l'esigenza di speditezza che pervade la disciplina del procedimento assembleare. Aggiunge M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264, che non si comprenderebbe come potrebbero essere "pesati" i voti esercitati dai possessori degli strumenti finanziari partecipativi in assemblea separata, rispetto ai voti espressi dai soci nell'assemblea generale.

²⁸ G. MIGNONE, (nt. 12), 337; M. CIAN, (nt. 12), 55, 77, 82, il quale peraltro precisa (83 ss., 93 s.) che non necessariamente la sede dove gli strumentisti possono esercitare il proprio diritto di voto deve coincidere, fisicamente, con l'assemblea generale degli azionisti: in alternativa, infatti, potrebbe procedersi sia alla raccolta separata di delle relative dichiarazioni (quale modalità esclusiva ovvero facoltà dell'investitore), sia alla raccolta dei voti nel contesto di una riunione del gruppo; a condizione, in quest'ultimo caso, che ciò non comporti la potenziale paralisi dell'attività assembleare (come accadrebbe se si subordinasse la legittima costituzione dell'organo al preventivo ed effettivo svolgimento dei lavori da parte dell'assemblea di categoria); con la conseguenza che l'utilità di un tale consesso – che non si concluderebbe con la proclamazione dell'approvazione o del rigetto della proposta, ma con la mera quantificazione delle adesioni e dei dissensi rispetto ad essa – si restringerebbe, di fatto, all'opportunità di favorire un'occasione di discussione riservata ai componenti del gruppo, in vista del migliore soddisfacimento dei relativi interessi particolari; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 258 s.; A. VALZER, (nt. 12), 283.

²⁹ G. MIGNONE, (nt. 12), 336; A. VALZER, (nt. 12), 287.

³⁰ G. OPPO, (nt. 12), 63.

³¹ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; G. MIGNONE, (nt. 12), 337; E. PEDERZINI, (nt. 12), 559.

³² F. DIMUNDO, (nt. 12), 13; G. MIGNONE, (nt. 12), 337, secondo il quale l'elezione dei partecipanti agli organi sociali al di fuori dell'assemblea (benché ammessa, per necessità, nel caso particolare in cui spetti allo Stato o ad enti pubblici, ai sensi degli artt. 2449-2450 c.c.) contrasterebbe con gli orientamenti tradizionali della dottrina e della giurisprudenza, le quali, in materia di nomina tanto degli amministratori quanto dei sindaci, non ammettono si possa derogare al principio dell'unitarietà dell'organo assembleare ed escludono perciò la possibilità di votazioni separate; R. LENER, (nt. 12), 486. V. inoltre, seppur in senso dubitativo, anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 179 s.

partecipativi un potere di nomina extrassembleare³³; secondo altri ancora, infine, il diritto di esprimersi sulla nomina potrebbe essere esercitato alternativamente nell'assemblea generale ovvero in un'assemblea separata, a seconda di quanto liberamente stabilito dallo statuto³⁴.

4. *Le modalità di funzionamento dell'assemblea "comune".*

Le tesi esposte nei precedenti due paragrafi pone l'ulteriore problema relativo al funzionamento dell'assemblea cui partecipino contemporaneamente azionisti e strumentisti.

È anzitutto evidente la necessità che lo statuto stabilisca i criteri di attribuzione del voto ai titolari di strumenti finanziari partecipativi, e quindi il loro peso in assemblea³⁵. In via suppletiva, per il caso in cui lo statuto nulla disponga al riguardo, si è suggerito che il voto venga riconosciuto sulla base del valore nominale della singola azione, il quale, di fatto, riacquisterebbe così una centralità dal punto di vista della "misura" della partecipazione che gli è propria³⁶.

Problema immediatamente successivo è quale possa essere il peso degli strumentisti nella singola deliberazione; se vi siano cioè limiti al numero di voti loro attribuibili.

Parte della dottrina ritiene debba ricavarsi in via interpretativa un tetto massimo di voti, per evitare che questa categoria si sostituisca agli azionisti nella determinazione delle linee di gestione generale della società. Alcuni rinvergono questo tetto nella soglia del trenta per cento cui il legislatore, stabilendo i presupposti dell'o.p.a. obbligatoria, avrebbe collegato una presunzione di controllo³⁷. Altri ritengono sufficiente che il potere di voto degli strumentisti sugli argomenti specificamente indicati non sia complessivamente superiore a quello

³³ M. DE ACUTIS, (nt. 13), 264; F. MAGLIULO, (nt. 12), 57 s., il quale peraltro evidenzia come nella relazione al d. lgs. 6/2003, par. 3, punto 4, la nomina degli organi di governo e di controllo fosse il solo argomento, tra le varie materie, per il quale veniva espressamente previsto l'esercizio del voto in un'assemblea separata; M. CIAN, (nt. 12), 55 s., 65, 106; D. PASTORE, (nt. 12), 1052; S. LUONI, (nt. 12), 356, 369; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 262 ss.

³⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; A. LOLLI, (nt. 13), 207.

³⁵ COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13). In dottrina, F. MAGLIULO, (nt. 12), 58 s., il quale evidenzia come la necessità di stabilire i suddetti criteri nasca dal fatto che non necessariamente la riserva cui sono imputati gli apporti effettuati dagli strumentisti verrà divisa in termini omogenei rispetto alla suddivisione del capitale sociale (ad es., si potrebbe avere un capitale sociale di euro 1.000.000 diviso in 1.000.000 di azioni da euro 1 ciascuna e un monte di strumenti finanziari di complessivi euro 1.000.000 diviso in 500.000 titoli da euro 2 ciascuno), sicché il diritto di voto relativo agli strumenti finanziari potrebbe avere un peso maggiore o minore in base alle disposizioni statutarie; G. OPPO, (nt. 12), 63; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 228; D. PASTORE, (nt. 12), 1050; A. VALZER, (nt. 12), 285; R. LENER, (nt. 12), 487; F. INNOCENTI, (nt. 12), 283 nt. 228.

³⁶ A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 259, per il quale in questo modo si otterrebbe il risultato per cui il "prezzo" (con tale definizione intendendosi il sinallagma corrispondente all'attribuzione di un diritto di voto all'interno della società) del singolo voto non sarebbe variabile a seconda che esso consegua alla titolarità di un'azione piuttosto che di uno strumento finanziario partecipativo ed esso corrisponderebbe dunque al valore nominale della singola partecipazione azionaria. Secondo F. INNOCENTI, (nt. 12), 295, testo e nt. 260, invece, si dovrebbe «attribuire agli strumenti finanziari partecipativi un valore nominale, il quale potrà anche essere diverso rispetto a quello delle azioni (operandosi, in questo caso, il relativo rapporto), al quale dovrebbe corrispondere un voto, cosicché negli specifici argomenti indicati dallo statuto a norma dell'art. 2351, ultimo comma, i voti del capitale azionario dovrebbero sommarsi con quelli del capitale non azionario al quale corrisponderà un voto, che dovrà essere rapportato a quello delle azioni con la fissazione del relativo peso».

³⁷ A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 260 s., testo e nt. 251, dove l'Autore specifica che, in presenza di più categorie di strumenti finanziari partecipativi, il rispetto del limite sopra detto andrà verificato avendo riguardo al numero di voti attribuiti, nell'insieme, a tutte le categorie di strumenti finanziari.

spettante agli azionisti³⁸. Altri sostengono invece che i voti non solo devono essere necessariamente inferiori a quelli di pertinenza degli azionisti, ma non possono neppure superare le percentuali idonee a bloccare le decisioni assembleari da adottare con quozienti rafforzati³⁹. Altri ancora reputano estendibile analogicamente il limite stabilito all'art. 2526, secondo comma, ultimo periodo, per cui i voti spettanti agli strumentisti non potrebbero eccedere la misura di «un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati» in assemblea generale⁴⁰. Altri, infine, ritengono applicabile analogicamente l'art. 2351, secondo comma, sicché il numero di voti accordati ai titolari di strumenti finanziari partecipativi non potrebbe superare quello spettante alla metà del capitale sociale⁴¹.

Una diversa impostazione ritiene che lo statuto possa liberamente determinare il peso degli strumentisti nel processo decisionale⁴², riconoscendo loro un numero di voti financo maggiore di quello degli azionisti data l'assenza (a differenza di quanto concerne le cooperative) di espresse disposizioni di segno contrario⁴³.

È inoltre controverso come debbano calcolarsi i quozienti costitutivi e deliberativi dell'ipotetica assemblea comune.

Muovendo dai quozienti costitutivi, per una prima tesi le regole di determinazione dei quozienti costitutivi non subirebbero alterazioni, dovendosi continuare a calcolarli sempre e soltanto sul capitale sociale: ciò sia perché risulterebbe altrimenti difficile rinvenire un criterio capace di integrare, nel conteggio, le posizioni delle due categorie di soggetti intervenienti, sia perché la presenza dell'aliquota di capitale sociale azionario richiesta dalla legge servirebbe ad assicurare in capo ai soci la conservazione di quella sovranità sull'assemblea che l'ordinamento societario imporrebbe⁴⁴. Per un diverso orientamento, invece, i quozienti per

³⁸ A. POMELLI, (nt. 13), 537.

³⁹ M. CIAN, (nt. 12), 75 s., secondo cui il riferimento sarebbe, in particolare, alle materie rientranti nella competenza dell'assemblea straordinaria, ove la società faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, rispetto alle quali i terzi potranno beneficiare di un numero di voti al più pari a un terzo di quelli spettanti, sulla medesima materia, al capitale sociale, alla luce di quanto disposto dall'art. 2368, secondo comma, secondo periodo (analoga considerazione varrebbe qualora, in una società che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto elevi comunque il quoziente deliberativo richiesto dall'art. 2368).

⁴⁰ M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 229. In senso contrario, osservando come il limite in discorso sia stato previsto esclusivamente in riferimento alle cooperative al fine di conservare la sovranità sull'ente in capo a coloro che usufruiscono della sua vocazione mutualistica, F. MAGLIULO, (nt. 12), 59, e M. CIAN, (nt. 12), 72 s.

⁴¹ In questi termini F. INNOCENTI, (nt. 12), 295, testo e nt. 261.

⁴² COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima H.J.1.*, (nt. 13). In questo senso paiono orientati, se ben s'intende, anche F. MAGLIULO, (nt. 12), 59, A. VALZER, (nt. 12), 287 e R. LENER, (nt. 12), 487.

⁴³ S. LUONI, (nt. 12), 345, 349, ad avviso del quale il combinato disposto degli artt. 2346 e 2351 non permetterebbe di ricavare un principio generale di necessario controllo, da parte dei soci, dell'assemblea anche con riferimento alle specifiche materie per le quali è attribuito il diritto di voto ai possessori di strumenti finanziari: l'art. 2351, secondo comma, infatti, ignorerebbe del tutto questi ultimi, benché vengano regolamentati nel medesimo articolo; tale norma prescriverebbe pertanto una necessaria correlazione tra potere e rischio solo relativamente all'assemblea generale (e non alle singole materie), evitando che la società possa essere governata da una minoranza di soci il cui potere di controllo non sia commisurato al capitale realmente investito. Si veda anche la riflessione dubitativamente svolta in tal senso da A. POMELLI, (nt. 13), 536 s.

⁴⁴ M. CIAN, (nt. 12), 90, secondo cui la presenza dei titolari di strumenti finanziari non potrebbe surrogare l'assenza degli azionisti; quindi, nell'assemblea ordinaria in seconda convocazione sarebbe comunque necessaria la presenza di almeno un azionista.

la regolare costituzione dell'assemblea non dovrebbero più riferirsi esclusivamente al capitale sociale, ma andrebbero correlati alla somma dei voti attribuiti sul singolo argomento alle diverse categorie di investitori⁴⁵. Una terza tesi ritiene infine che i metodi di formazione dei quozienti costitutivi siano materia da rimettere interamente all'autonomia statutaria⁴⁶.

Quanto ai quozienti deliberativi, si è sostenuto in dottrina che il numeratore è composto dalla somma delle dichiarazioni dell'una e dell'altra categoria di investitori, mentre il denominatore coincide con il numero di voti esprimibili sull'argomento dai diversi partecipanti all'adunanza⁴⁷. Non manca però chi pare propenso a riconoscere all'autonomia statutaria massima libertà nella definizione dei quozienti deliberativi applicabili a votazioni cui partecipano sia azionisti sia strumentisti⁴⁸.

Ci si è inoltre interrogati sulla possibilità di introdurre sottoquozienti costitutivi e deliberativi specificamente riferiti alla presenza di portatori di strumenti finanziari.

Con riguardo a sottoquozienti costitutivi riferiti agli strumentisti, vi è, da un lato, chi si è espresso favorevolmente in proposito ma circoscrivendo simile facoltà alle sole materie rispetto alle quali sia legittimo l'innalzamento del quoziente concernente il capitale azionario

⁴⁵ S. LUONI, (nt. 12), 354, il quale così si esprime: «ai fini assembleari, insomma, non sussistono differenze tra voti attribuiti alle azioni o agli strumenti finanziari. È quindi possibile che l'assemblea, sia in prima che in seconda convocazione, ed a prescindere dall'appartenenza dell'argomento all'ordine del giorno tra quelli enunciati all'art. 2369, 4° co., c.c., sia composta esclusivamente dai possessori dei secondi: e che anche la delibera sia raggiunta con il loro voto favorevole»; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 261; A. VALZER, (nt. 12), 287 s.; F. INNOCENTI, (nt. 12), 291 s., testo e nt. 247. A questa impostazione pare debba ricondursi anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima n. H.J.2. – Quorum assembleari e strumenti finanziari*, 1^a pubbl. 9/04, <http://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-62-spa-strumenti-finanziari.html#inizio>, secondo cui deve darsi conto della presenza degli strumentisti ai fini della regolare costituzione di un'assemblea totalitaria chiamata a deliberare su argomenti rispetto ai quali questi abbiamo diritto di voto: così opinando, evidentemente, pare implicitamente ammettere che dei voti assegnati mediante strumenti finanziari partecipativi debba tenersi conto nella base di calcolo dei quozienti costitutivi delle assemblee cui partecipino assieme azionisti e strumentisti.

⁴⁶ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58. Cfr. anche D. PASTORE, (nt. 12), 1050, per il quale spetta innanzi tutto allo statuto stabilire il “peso” dei voti spettanti agli strumenti finanziari al fine di calcolare i *quorum* costitutivi e deliberativi, mentre in via residuale si potrebbe ipotizzare di patrimonializzare gli apporti degli strumentisti e prevedere che i quozienti delle assemblee in cui hanno il diritto di voto vadano calcolati, oltre che sulle quote di capitale per i soci, anche sull'apporto totale di tali soggetti.

⁴⁷ M. CIAN, (nt. 12), 95, il quale precisa inoltre che quando la maggioranza deve essere determinata in ragione dell'intero capitale (art. 2368, secondo comma, primo periodo), andrebbero aggiunti ai voti spettanti agli azionisti quelli di pertinenza dei possessori degli strumenti finanziari, complessivamente considerati. L'Autore (*ivi*, nt. 182) evidenzia come i meccanismi di conteggio si complichino allorché lo statuto fissi (per i soci, gli strumentisti o per entrambi) un limite al numero massimo dei voti esercitabili, o disponga scaglionamenti ai sensi dell'art. 2351, terzo comma. L'adattamento sarebbe necessario indipendentemente dal fatto che siano coinvolti investitori non soci: quando il quoziente è rapportato al capitale rappresentato in assemblea, il denominatore dovrebbe essere determinato in ragione dei voti effettivamente esperibili, sottraendo al capitale, cioè, la parte non rappresentativa, nella sostanza, di partecipazioni con diritto di voto; perché – prosegue l'Autore – si potrebbe altrimenti giungere alla paradossale situazione dell'impossibilità, per l'assemblea, pur regolarmente operante, di approvare qualsivoglia proposta (cioè nel caso in cui partecipino i soci, titolari ciascuno di un numero di azioni doppio rispetto al numero massimo dei voti esercitabili da ognuno: neppure l'unanimità dei consensi consentirebbe di reputare raggiunta la maggioranza semplice necessaria). Per analoghe ragioni, quando il quoziente è determinato in funzione del capitale sociale complessivo, sarebbe necessario depurarlo della parte, rappresentata in assemblea, ma cui, nella sostanza, non corrisponde il diritto di voto. Si esprime favorevolmente a porre a base del quoziente deliberativo il numero di voti esercitabili sullo specifico argomento da azionisti e strumentisti anche F. INNOCENTI, (nt. 12), 291 s., testo e nt. 247.

⁴⁸ F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; D. PASTORE, (nt. 12), 1050.

e, in ogni caso, limitatamente alla prima convocazione⁴⁹; dall'altro, vi è chi pare non ravvisare limiti all'autonomia statutaria neppure sotto questo profilo⁵⁰.

Quanto alla possibilità di definire sottoquozienti deliberativi riferiti agli strumentisti, autorevole dottrina si è espressa negativamente⁵¹. Questa posizione è tuttavia avversata da quanti riconoscono all'autonomia statutaria massima libertà nello stabilire quozienti (anche) deliberativi differenziati per azionisti e titolari di strumenti finanziari partecipativi⁵².

5. *Riflessioni sulla declinazione del principio di supremazia degli azionisti: proposta di una ricostruzione alternativa.*

Nel paragrafo introduttivo si è fatto cenno al principio di supremazia degli azionisti. La rassegna sin qui condotta evidenzia l'esistenza di differenti interpretazioni di detto principio, a ciascuna delle quali corrisponde una diversa ricostruzione del (possibile) ruolo degli strumentisti all'interno del governo societario⁵³. Più in particolare, il principio di supremazia sembra inteso in tre accezioni.

Una prima interpretazione⁵⁴ è quella per cui la volontà della categoria degli azionisti (formata secondo maggioranze conformi ai quozienti statuari o legali previsti in ragione dei vari argomenti) dovrebbe essere sempre necessaria per l'adozione di ogni delibera. A questa prima interpretazione corrisponde una prima ricostruzione del ruolo degli strumentisti: sarebbero titolari di un mero potere di veto su talune delibere assembleari o consiliari, oltre ad un eventuale diritto di nomina di alcune cariche sociali.

Una seconda interpretazione⁵⁵ è quella per cui le decisioni dei soci non potrebbero mai essere neutralizzate dagli strumentisti, i quali non potrebbero mai disporre di alcun diritto di veto. A questa seconda interpretazione corrisponde una seconda ricostruzione del ruolo degli strumentisti: il loro ingresso nel processo decisionale amplierebbe la base di calcolo dei quozienti deliberativi.

Una terza interpretazione⁵⁶ è quella per cui gli azionisti dovrebbero sì mantenere un peso maggiore, ma non necessariamente su ogni singola deliberazione, quanto piuttosto sul governo societario nel suo complesso. A questa terza interpretazione consegue una terza ricostruzione del ruolo degli strumentisti: all'interno dell'assemblea generale, potrebbero vantare un peso decisionale liberamente determinato dallo statuto ed eventualmente anche

⁴⁹ M. CIAN, (nt. 12), 90 s. Solleva il tema della garanzia di funzionamento dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione anche A. LOLLI, (nt. 13), 210.

⁵⁰ F. MAGLIULO, (nt. 12), 59.

⁵¹ M. CIAN, (nt. 12), 91; F. INNOCENTI, (nt. 12), 290 nt. 245.

⁵² F. MAGLIULO, (nt. 12), 59.

⁵³ Per un'altra ricostruzione delle diverse tesi proposte in argomento, si veda A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2010, 26 s.

⁵⁴ Accolta da tutti gli autori aderenti all'orientamento riferito al secondo paragrafo di questo scritto e citati alla nota 2.

⁵⁵ Si vedano in particolare gli autori sopra citati alla nota 23.

⁵⁶ Come visto, proposta da S. LUONI, (nt. 12), 345, 349, v. nota 43. A tale orientamento parrebbe potersi ricondurre anche A. VALZER, (nt. 12), 287, secondo il quale «invero, che la “sovrانيتà” debba rimanere in capo agli azionisti è già garantito dal fatto che il capitale finanziario non possa far sentire il suo peso se non su specifici argomenti, predefiniti in statuto».

maggiore di quello degli azionisti, purché la loro partecipazione sia circoscritta ad alcuni argomenti.

Questa terza interpretazione è particolarmente interessante e, a ben vedere, consente di ipotizzare una quarta ricostruzione del ruolo (e quindi del peso) degli strumentisti. Infatti, se si condivide l'orientamento secondo cui il divieto di voto nell'assemblea generale degli azionisti deve intendersi come divieto di una partecipazione generalizzata degli strumentisti, e si condivide altresì l'affermazione secondo cui il principio di supremazia va rispettato non tanto in relazione ad ogni singola decisione, quanto in relazione al governo societario nel suo complesso, si potrebbe giungere a sostenere che, rispetto ad una specifica deliberazione, l'autonomia statutaria sia tendenzialmente libera di stabilire quale ruolo (e quindi quale peso) possano avere gli strumentisti. La validità di una simile soluzione è però da verificare. Pare dunque corretto muovere da un esame delle singole disposizioni sugli strumenti finanziari partecipativi ed inferire il contenuto del principio di supremazia degli azionisti da ciò che dette disposizioni dicono e da ciò che le stesse, invece, non dicono. Solo al termine di questo esame potrà riscontrarsi se il dato normativo supporti la ricostruzione appena ipotizzata.

Il punto di partenza deve essere la constatazione che le norme non dicono nulla di specifico riguardo agli argomenti su cui gli strumentisti possono avere diritto di voto (fatta eccezione per la nomina degli organi sociali e per le approvazioni previste dagli artt. 2376 e 2506-ter, quarto comma): le norme, in altre parole, non prestabiliscono rigidamente quali argomenti siano accessibili agli strumentisti e quali, al contrario, restino loro sicuramente preclusi⁵⁷. Due limiti paiono tuttavia impliciti. Anzitutto, l'art. 2380-bis, nel riservare la gestione dell'impresa societaria all'organo amministrativo, pare sancire una regola generale operante nei confronti di ogni categoria di investitori; ne consegue che resta preclusa l'attribuzione agli strumentisti di competenze ulteriori rispetto a quelle degli azionisti, le quali rappresentano pertanto un limite all'autonomia statutaria sul punto⁵⁸. In secondo luogo, la liceità dell'attribuzione del diritto di voto ad una determinata categoria di strumenti finanziari partecipativi pare dover essere subordinata alla sussistenza di un concreto interesse dei loro portatori ad esprimersi sull'argomento, apprezzabile anzitutto in virtù dei diritti patrimoniali agli stessi spettanti⁵⁹. In sintesi, pare che per la legge gli strumentisti possano accedere a tutti

⁵⁷ Appare del resto difficile stabilire se vi siano argomenti ontologicamente incompatibili con un coinvolgimento degli strumentisti, poiché il dato normativo, seppur vago, è costruito proprio in termini di estensione a questi ultimi di quelle che sono le prerogative amministrative degli azionisti.

⁵⁸ M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 1, Torino, Utet, 2006, 747. In senso contrario si pronuncia invece A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 124 e 262, il quale dapprima (124) ritiene «possibile l'attribuzione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi anche di diritti che non siano propriamente sociali», ossia di «situazione soggettive non tipicamente riconducibili alla qualità di socio», poi (262) riconosce «la possibilità che ai titolari di strumenti partecipativi sia riconosciuto il voto su argomenti che sfuggono alla competenza dei soci» (in particolare, potrebbe incorporarsi in uno strumento partecipativo un diritto di voto su argomenti che implicino modificazioni significative di talune anche rilevanti modalità esecutive delle attività sociali). Analoga deve intendersi l'apertura verso l'estensione ai titolari di strumenti finanziari partecipativi del potere di nominare dirigenti aziendali, essendo questa, a ben vedere, una competenza decisoria sconosciuta all'assemblea dei soci: così U. TOMBARI, (nt. 2), 154.

⁵⁹ M. CIAN, (nt. 12), 70. Similmente, evidenziando come la delibera debba riguardare anche gli interessi dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, G. OPPO, (nt. 12), 63.

gli (ma soltanto agli) argomenti di competenza degli azionisti, a condizione che sia ravvisabile un loro concreto ed apprezzabile interesse rispetto alla singola decisione in cui vengono coinvolti.

Se poi si seguisse l'orientamento interpretativo⁶⁰ secondo cui il divieto di cui al sesto comma dell'art. 2346 si limita a precludere la creazione di strumenti finanziari con diritto di voto sulla totalità delle competenze assembleari, evitando quindi che possano assimilarsi agli azionisti a voto pieno, ne deriverebbe che la legge nulla prevede nemmeno in tema di luogo di esercizio di tale diritto. La scelta in merito potrebbe allora reputarsi rimessa all'autonomia statutaria. Se così fosse, questa sarebbe libera di "collocare" il voto degli strumentisti in un'assemblea separata ovvero nella stessa assemblea in cui votano gli azionisti⁶¹.

Qualora l'esercizio del voto venisse collocato in un'assemblea separata, la delibera assunta dalla categoria potrebbe avere ad oggetto l'approvazione della delibera dell'assemblea degli azionisti, consentendole quindi di porvi un veto⁶² ⁶³, oppure la nomina e la revoca⁶⁴ di

⁶⁰ V. sopra paragrafo 3, in particolare gli autori citati alla nota 14.

⁶¹ In questo senso gli autori richiamati sopra in nota 13.

⁶² Laddove fossero state emesse più categorie di strumenti finanziari partecipativi, potrebbe richiedersi tanto l'approvazione di tutte le categorie, quanto l'approvazione solo di un determinato numero delle stesse. Potrebbe, ad esempio, ritenersi sufficiente un'approvazione da parte della maggioranza (piuttosto che dei due terzi) delle categorie di strumenti finanziari partecipativi.

⁶³ Qualora il voto degli strumentisti venga collocato in un'assemblea separata, ci si deve chiedere se, rappresentando la possibilità per essi di porre un veto ad una delibera dell'assemblea, restino preclusi a simile costruzione gli argomenti indicati all'art. 2369, quarto comma. In questo senso si è pronunciata, come visto sopra, la dottrina prevalente: si vedano, oltre agli autori già citati alla superiore nota 9, anche L. ENRIQUES, (nt. 12), 181, e A. POMELLI, (nt. 13), 537. Cfr. tuttavia M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 229, secondo i quali i titolari di strumenti finanziari partecipativi, relativamente ai suddetti argomenti, non solo non potrebbero avere un potere di veto, ma non potrebbero neppure partecipare ad un'assemblea comune, insieme agli azionisti, vertente sugli stessi: la nomina dei membri loro riservati di organi sociali dovrebbe infatti avvenire necessariamente in modo separato (senza cioè poter concorrere insieme ai soci ad un'elezione comune), mentre la partecipazione alla votazione sul bilancio rimarrebbe loro radicalmente preclusa onde evitare che soggetti non soci possano, anche solo astrattamente, impedire la concreta adozione della delibera in questione da parte della maggioranza assembleare. Il tema, implicando una ricostruzione del significato e dello scopo dell'art. 2369, quarto comma, è troppo complesso ed ampio per essere adeguatamente trattato nel presente lavoro. Ci si limita pertanto a chiedersi se la soluzione del problema possa dipendere anche dalla lettura complessiva che si dà dell'intero sistema del governo societario. In altre parole, se il governo societario viene inteso come un dominio degli azionisti solo eccezionalmente aperto ad altre categorie di investitori, è del tutto coerente escludere che gli strumentisti possano essere chiamati a porre veti su delibere per le quali lo statuto non può nemmeno richiedere l'elevazione dei quozienti costitutivi o deliberativi degli azionisti. Laddove invece si assumesse una prospettiva diversa, ipotizzando come fisiologica la partecipazione di più categorie di investitori (cfr. F. INNOCENTI, (nt. 12), 309, la quale, benché a tutt'altro proposito, osserva come «l'investimento in strumenti finanziari partecipativi propizi una sorta di pluralismo nella gestione societaria»), allora ci si potrebbe domandare se la portata dell'art. 2369, quarto comma, possa essere relativizzata: detta norma potrebbe cioè intendersi nel senso di vietare clausole statutarie che subordinino l'adozione delle delibere ivi menzionate a soglie particolari di partecipazione e di consenso *all'interno della medesima categoria di investitori*; con la conseguenza che, qualora lo statuto richieda rispetto a tali argomenti il consenso di più categorie, il procedimento deliberativo possa anche complicarsi richiedendo l'approvazione di tutte o di alcune di esse, a condizione però che lo svolgimento di ciascuna assemblea di categoria rispetti il precetto dell'art. 2369, quarto comma. Per quanto riguarda tuttavia l'ipotesi di un potere degli strumentisti di approvare la delibera degli azionisti in tema di nomina degli organi sociali, v. *infra*, nota 73.

⁶⁴ Come si è già avuto modo di accennare (v. paragrafo 2, nota 11), è dibattuto in dottrina se l'assemblea separata nella quale gli strumentisti esercitano il loro diritto di nominare gli amministratori abbia competenza (o possa esserle riservata competenza) anche in ordine alla loro revoca. Secondo M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 105, lo statuto potrebbe riservare agli strumentisti il potere esclusivo di deliberare la revoca degli

componenti degli organi di amministrazione o controllo. In alternativa, la delibera autonomamente adottata dagli strumentisti in un'assemblea separata potrebbe semplicemente tradursi in un certo numero di voti da sommare a quelli espressi dagli azionisti nel rispettivo consesso: la delibera dell'assemblea separata andrebbe cioè a confluire nella deliberazione dell'assemblea degli azionisti sotto forma di un numero X di voti favorevoli o contrari, a seconda del risultato della votazione di categoria; con conseguente sterilizzazione dei voti del segno soccombente⁶⁵.

Qualora, invece, il voto degli strumentisti venisse collocato nella stessa assemblea degli azionisti, dovrebbe riconoscersi che le norme non stabiliscono alcun tetto al loro peso nel consesso; né pare corretto applicare analogicamente l'art. 2526, comma 2, giacché il legislatore consente alle società cooperative di emettere strumenti finanziari «secondo la disciplina prevista per le società per azioni» e pertanto appare quantomeno insolito estendere analogicamente alla normativa richiamata una norma contenuta nella disciplina richiamante; né, ancora, pare corretto ritenere che i voti degli strumentisti debbano necessariamente rappresentare una minoranza, poiché non vi è una norma che lo prescrive e un simile precetto non può farsi discendere dal principio di supremazia degli azionisti (il cui contenuto va desunto dalle norme, non deve invece assurgere a presupposto della loro interpretazione). L'autonomia statutaria parrebbe allora libera di definire anche la misura della partecipazione degli strumentisti alla singola decisione. Potrebbe quindi stabilire come debbano essere considerati ai fini del calcolo dei quozienti costitutivi e deliberativi, ed eventualmente potrebbe prevedere sottoquozienti costitutivi e deliberativi ad essi specificamente riferiti, così conferendo alla categoria un potere di veto anche in seno all'unica assemblea. Lo statuto sarebbe poi libero di individuare il numero di voti spettanti agli strumentisti, assestandolo variamente su una quota di minoranza, di parità oppure di maggioranza^{66 67}. Proseguendo in

amministratori da essi nominati. Per U. TOMBARI, (nt. 2), 159, invece, tale soluzione sarebbe addirittura obbligata, essendoci gli estremi per l'applicazione analogica dell'art. 2449 c.c. Secondo M. CIAN, (nt. 12), 140 s., bisognerebbe distinguere in ragione dei presupposti della revoca: la revoca senza giusta causa dovrebbe essere riservata ai possessori degli strumenti finanziari partecipativi, mentre quando tale giusta causa sussiste tornerebbe la competenza decisionale (anche) degli azionisti. In senso contrario si pronunciano invece A. LOLLI, (nt. 13), 208, secondo il quale la concessione agli strumentisti di un diritto di revoca in via esclusiva legherebbe eccessivamente ai loro interessi la posizione di quelli che dovrebbero essere "membri indipendenti" del consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo, intaccando l'unitarietà degli organi sociali; A. STAGNO D'ALCONTRES, (nt. 2), 313; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; S. LUONI, (nt. 12), 367; F. MAGLIULO, (nt. 12), 56 s. Secondo F. INNOCENTI, (nt. 12), 300 s., infine, la revoca dei soggetti nominati dagli strumentisti spetterebbe all'assemblea degli azionisti, dove tuttavia i primi potrebbero votare qualora venga loro attribuito il diritto di voto su tale specifico argomento. Parrebbe però preferibile considerare l'autonomia statutaria libera di disciplinare il potere di revoca, applicando in via residuale, in caso di silenzio sul punto, la regola posta dall'art. 2449 c.c.

⁶⁵ Propone questa soluzione A. LOLLI, (nt. 13), 206.

⁶⁶ Potrebbe del resto non essere irragionevole lasciare che tra investitori di differenti categorie ma parimenti interessati ad un determinato argomento (v. sopra in testo) non vi sia una gerarchia rigidamente stabilita a priori ed inderogabile, che li veda necessariamente in posizione minoritaria (fatto salvo quanto si accennerà oltre in tema di nomina degli organi sociali), considerato oltretutto – ma sul punto si tornerà verso la fine del paragrafo – che, quand'anche gli azionisti si ponessero in una posizione di minoranza, a monte vi sarebbe pur sempre una loro scelta in tal senso.

⁶⁷ Potrebbe porsi, inoltre, un problema di proporzionalità tra i voti degli strumentisti e quelli degli azionisti alla luce del rapporto tra il valore degli apporti dei primi e quello dei conferimenti dei secondi. Anche questo

questa direzione, potrebbe anche ammettersi che essi possano arrivare ad avere la totalità dei voti esprimibili su un certo argomento: ciò accadrebbe se la decisione in ordine a determinate autorizzazioni ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), e forse anche a determinate modifiche statutarie riguardanti esclusivamente una certa categoria di strumenti finanziari partecipativi⁶⁸, venisse rimessa unicamente ad essi, senza che gli azionisti possano pronunciarsi in proposito⁶⁹.

Sin qui si è visto quello che le norme, almeno secondo una precisa linea interpretativa, non dicono e quali sono quindi gli aspetti su cui l'autonomia statutaria potrebbe esprimersi liberamente. Per ricostruire in modo compiuto il rapporto tra azionisti e strumentisti bisogna però ora concentrarsi su due limiti che le disposizioni in tema di strumenti finanziari partecipativi espressamente pongono.

Il primo è stabilito dall'art. 2351, comma quinto, precisamente dove consente di riservare ai titolari di strumenti finanziari partecipativi la nomina di «un componente» degli organi societari. Quand'anche non si voglia dare alla norma un'interpretazione strettamente letterale (e quindi circoscrivere all'unità il numero di membri eleggibili da investitori non azionisti), la stessa pare comunque esprimere l'intento del legislatore di contenere la partecipazione dei fiduciari degli strumentisti entro un ruolo di minoranza all'interno del collegio di destinazione; cosicché, tra l'altro, nel caso in cui amministratori nominati dagli strumentisti ricevano deleghe gestorie⁷⁰, i fiduciari degli azionisti mantengono il potere di impartire

problema è particolarmente delicato e complesso e di conseguenza esula dalla trattazione. Ci si limita in questa sede ad osservare come la questione, a ben vedere, non sia però affatto connessa alla concessione agli strumentisti della maggioranza dei voti in assemblea, ben potendosi infatti riproporre anche in caso di un numero di voti minoritario: si pensi al caso di strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di apporti per complessivi 10.000 euro che attribuiscono un terzo dei voti, mentre i restanti due terzi sono attribuiti da azioni emesse a fronte di conferimenti per complessivi 100.000 euro; anche in questo caso sarebbe ravvisabile una sproporzione. In argomento si veda E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, Giappichelli, 2012, 94 s.

⁶⁸ Si pensi, ad esempio, a modifiche di talune regole di funzionamento dell'assemblea separata nella quale gli strumentisti eleggono un membro degli organi societari.

⁶⁹ La possibilità che lo statuto riservi la concessione di determinate autorizzazioni, ai sensi dell'art. 2364, primo comma, n. 5), ai soli strumentisti è stata espressamente ammessa da L. MIOTTO, (nt. 2), 109 ss., e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2), secondo cui, non essendo questa una competenza assembleare necessaria, in tal caso la partecipazione degli strumentisti sarà riferita non tanto a un diritto attuale dei soci, ma a un diritto solo potenziale, vale a dire possibile ancorché allo stato non esercitato in statuto; non emergerebbe dal sistema che agli strumenti finanziari partecipativi non possano essere concessi spazi decisionali che i soci, pur potendolo, non si siano riservati. Se ben se ne intende il pensiero, paiono così orientati anche A. LOLLI, (nt. 13), 209; U. TOMBARI, (nt. 2), 157; G. FERRI jr., (nt. 2), 93; D. PASTORE, (nt. 12), 1056; P. LUCANTONI, (nt. 2), 95 nt. 66. Si esprimono invece in senso contrario, ritenendo che sia sempre necessario che lo statuto preveda un potere autorizzativo in capo anche agli azionisti (sul quale potrebbe allora innestarsi la partecipazione degli strumentisti), M. CIAN, (nt. 12), 64; N. ABRIANI, (nt. 2), 344; S. LUONI, (nt. 12), 342; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 930 e, se ben s'intende, M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 99.

⁷⁰ È condivisibile l'opinione in tal senso espressa dalla dottrina maggioritaria, per la quale il riferimento codicistico all'indipendenza dei componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza nominati dagli strumentisti ha una valenza meramente descrittiva, volta cioè a chiarire come l'origine del loro incarico sia, appunto, indipendente dalla maggioranza del capitale sociale. Così A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; U. TOMBARI, (nt. 2), 158 s.; M. CIAN, (nt. 12), 111 ss. (in part. 117 s.); M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 102 s.; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 340; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22. In senso contrario si pronunciano tuttavia C. PELLEGRINI, (nt. 2), 582 s., testo e nt. 158 e 159, e M. MAUGERI, (nt. 2), 268, secondo i quali il requisito di indipendenza precluderebbe solamente l'assunzione della carica di

direttive, avocare al consiglio operazioni e revocare la delega (art. 2381 c.c.). Dunque, laddove venisse previsto che il diritto di partecipare all'elezione di componenti degli organi di amministrazione o di controllo debba esercitarsi in un'assemblea separata, allora, pur potendosi riservare agli strumentisti la nomina di più membri, i soggetti da questi designati non potrebbero comunque rappresentare la maggioranza in seno all'organo, dovendo prevalere i membri espressione degli azionisti⁷¹. Laddove invece la partecipazione al processo

amministratore delegato, mentre consentirebbe l'assunzione di quella di membro del comitato esecutivo, purché la maggioranza del collegio sia formata da membri di nomina azionaria. Analogamente: M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 230 s., i quali peraltro ritengono che il legislatore storico intendesse richiamare sia i requisiti dei sindaci, sia quelli del codice di autodisciplina delle società quotate; S. LUONI, (nt. 12), 364 s., secondo cui il requisito di indipendenza starebbe a precludere a tali amministratori l'assunzione di ruoli esecutivi e quindi di deleghe gestorie; L. MIOTTO, (nt. 2), 76 ss., 86, per la quale deve escludersi che i portatori di strumenti finanziari possano nominare un amministratore che abbia in consiglio forza sufficiente ad assumere in autonomia decisioni gestionali. Secondo M.L. MONTAGNANI, *Commento all'art. 2383*, in *Amministratori*, a cura di F. GHEZZI, Milano, Egea, 2005, 147 s., invece, dovrebbe essere lo statuto a definire la nozione di indipendenza qui in rilievo. Per A. VALZER, (nt. 12), 295 ss., spec. 301, R. LENER, (nt. 12), 487, e F. INNOCENTI, (nt. 12), 307 ss., ancora, i requisiti di indipendenza sarebbero quelli dell'art. 2399 c.c. o altri eventualmente applicabili, il che consentirebbe di ammettere a ruoli esecutivi gli amministratori nominati secondo l'art. 2351, quinto comma. Differente, infine, l'opinione di G. MIGNONE, (nt. 2), 333 ss., C. BRESCIA MORRA, (nt. 2), 258, e A. GIAMPIERI, (nt. 2), 425, secondo i quali la legge richiederebbe al nominando il possesso dei requisiti necessari ad entrare nel comitato per il controllo sulla gestione.

⁷¹ In caso di emissione di più categorie di strumenti finanziari, ritengono possa essere riservato ad ognuna il diritto di nominare un amministratore, purché nel complesso questi siano meno della metà, A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1299; U. TOMBARI, (nt. 2), 158 s.; M.L. MONTAGNANI, (nt. 70), 148; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 103 s., testo e nt. 143, il quale osserva che avrebbe «poco senso impedire la nomina di più di un consigliere indipendente, se il numero fosse superiore a quattro, posto che si potrebbe comunque raggiungere il medesimo risultato derivante dalla piana applicazione della norma (in altre parole, se con tre amministratori un amministratore è pari alla metà meno uno, perché impedire che con cinque amministratori ve ne siano due di nomina non assembleare?)»; A. POMELLI, (nt. 13), 537; M. MAUGERI, (nt. 2), 267; S. LUONI, (nt. 12), 365 s.; A. BUSANI, M. SCAGLIOCCA, (nt. 2), 932; M. SAGLIOCCA, (nt. 2), 339; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 168 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/168.aspx>. In senso parzialmente diverso M. LAMANDINI, (nt. 2), 536, e C. PELLEGRINI, (nt. 2), 581 nt. 151, secondo cui i membri nominati dai titolari di strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere più di uno (con possibilità, quindi, di una migliore rappresentazione delle differenti categorie) ma non la maggioranza, implicitamente ammettendo, così pare, che possano però essere in numero pari a quelli di nomina azionaria. Ancora diversa la tesi di F. INNOCENTI, (nt. 12), 311 s., secondo la quale un limite inespresso ma implicito nel sistema imporrebbe «la necessità che il numero dei membri eleggibili dal capitale non azionario non superi la metà dei membri nominati dagli azionisti». Ritengono invece che, anche in presenza di più categorie di strumenti finanziari, possa essere loro riservata nel complesso la nomina di un solo componente dell'organo di amministrazione o di controllo B. LIBONATI, (nt. 2), 20 s.; M. CIAN, (nt. 12), 118 s., 129; D. PASTORE, (nt. 12), 1053; A. BARTOLACELLI, (nt. 13), 266 s.; A. VALZER, (nt. 12), 293 ss.; L. SCHIUMA, (nt. 2), 22 s., testo e nt. 47; se ben s'intende, L. MIOTTO, (nt. 2), 72 s. Secondo gli Autori da ultimo citati, un numero maggiore porterebbe inevitabilmente alla perdita del requisito dell'indipendenza e ad una gestione della società fortemente influenzata dagli amministratori e dai sindaci espressione di investitori non soci, provocando così un deflusso di sovranità a scapito di questi ultimi; inoltre (secondo Valzer), la possibilità di una rappresentanza stabile nell'organo gestorio o nell'organo di controllo sarebbe stata dal legislatore riconosciuta al capitale finanziario non azionario unitariamente inteso e contrapposto al capitale azionario; sicché, in caso di pluralità di categorie, lo statuto dovrebbe prevedere un'assemblea intercategoriale o altro metodo operativo che consenta a ciascuna categoria di strumentisti di concorrere all'elezione dell'unico amministratore loro spettante. In senso diametralmente opposto, evidenziando come non parrebbero ravvisabili preclusioni alla formazione di un consiglio di amministrazione composto in maggioranza da amministratori espressione degli strumentisti, si veda infine R. LENER, (nt. 12), 487 s., che così osserva: «la lettura secondo cui la maggioranza dei membri degli organi sociali debba necessariamente essere espressa dai soci a ben vedere non convince, con riferimento a uno schema organizzativo smontabile e flessibile come quello delle s.p.a. "moderne". D'altronde, non se ne troverebbe

di formazione degli organi societari avvenisse mediante deliberazione di un'assemblea comune, ci si deve chiedere se, quanto meno per questo specifico argomento, s'impongano regole tese ad evitare che gli strumentisti possano incidere eccessivamente sulla formazione degli organi di amministrazione e controllo. In altri termini, ci si deve chiedere se, relativamente all'argomento "nomina", la liceità di un coinvolgimento degli strumentisti nell'assemblea degli azionisti sia subordinata all'adozione di regole procedurali (quali sistemi elettorali, voti di lista, quozienti, sottoquozienti o doppie maggioranze) idonee ad assicurare che almeno la metà più uno dei membri del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale aggreghi il consenso degli azionisti; ossia, aggreghi il consenso della maggioranza del capitale sociale votante sull'argomento^{72 73}.

Il secondo limite è rappresentato dal vincolo di specificità sancito sempre dall'ultimo comma dell'art. 2351 e che – si sta assumendo come ipotesi interpretativa – troverebbe nel divieto di «voto nell'assemblea generale degli azionisti» dell'art. 2346, sesto comma, solamente una declinazione in senso negativo. Questo precetto sembra da intendere come una clausola generale imponente due ordini di valutazioni: una puramente quantitativa e l'altra qualitativa. Sul piano quantitativo, la norma imporrebbe che le decisioni in cui possono venire coinvolti gli strumentisti siano necessariamente di numero contenuto. Dunque, non dovrebbero reputarsi ammissibili né riferimenti troppo generici (del tipo "modifiche statutarie"), né elencazioni puntualissime ma su una quantità tale di argomenti da rendere sostanzialmente generale, o comunque troppo ampia, l'ingerenza di questi investitori nel governo societario⁷⁴. Sul piano qualitativo, invece, il vincolo di specificità esprimerebbe l'intento del legislatore di contenere non solo (e non tanto) il numero di decisioni cui partecipano gli strumentisti, ma il loro effettivo peso sul governo societario

agevolmente fondamento normativo. Forse, l'unico argomento impiegabile per circoscrivere la portata del potere di nomina degli organi sociali attribuibile ai portatori degli strumenti finanziari è quello formale, ricavabile da una lettura rigida dell'art. 2351, comma 5° [...]. Per questa via si arriverebbe a dire che il numero complessivo di siffatti esponenti indipendenti non potrebbe comunque essere superiore all'unità, con conseguente necessità di individuare meccanismi di elezione unitari, in caso di pluralità di categorie di strumenti finanziari. Non può peraltro negarsi come l'argomento letterale appaia un po' debole in relazione a norme così poco chiare e lacunose».

⁷² Diversamente, infatti, ci si potrebbe porre il dubbio che la collocazione del voto degli strumentisti nella stessa assemblea degli azionisti possa tradursi in un modo per eludere il limite quantitativo posto dall'art. 2351, ultimo comma, e relativo al numero di componenti nominabili dagli investitori non azionisti. Ci si deve tuttavia chiedere se ad una simile costruzione osti l'art. 2369, quarto comma. Laddove si ritenga (come ipotizzato sopra, alla nota 63) che questa disposizione disciplini i quozienti costitutivi e deliberativi richiesti *alla singola categoria* di investitori per l'adozione delle delibere ivi menzionate, potrebbe risponderci negativamente: a partire dalla seconda convocazione sarebbe quindi necessario, ma al contempo sufficiente, che intorno ad almeno la metà più uno dei componenti eletti si aggreghi il consenso della maggioranza semplice del capitale sociale presente in assemblea.

⁷³ Si è visto sopra, alla nota 63, come un'interpretazione "relativistica" dell'art. 2369, quarto comma, consenta di attribuire agli strumentisti un potere di veto anche sulle nomine degli organi societari effettuate dagli azionisti. Se una tale interpretazione fosse condivisibile, le riflessioni svolte nel testo imporrebbero però di limitare un eventuale potere di veto ad una minoranza soltanto dei componenti degli organi di amministrazione o di controllo.

⁷⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298; F. MAGLIULO, (nt. 12), 58; M. CIAN, (nt. 12), 67 s.; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 99 s., testo e nt. 126; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 230; S. LUONI, (nt. 12), 344; L. MIOTTO, (nt. 2), 95; F. INNOCENTI, (nt. 12), 296; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 167*, (nt. 2).

complessivamente inteso. In primo luogo, allora, la norma prescriverebbe di ponderare gli argomenti su cui s'intende attribuire il diritto di voto agli strumentisti: giacché è evidente che gli argomenti non hanno tutti la medesima incidenza sul governo societario, dovrebbe ricostruirsi il ruolo complessivo degli strumentisti su di esso alla luce delle decisioni in cui sono concretamente coinvolti, del peso vantato su ciascuna e degli effetti della combinazione tra gli argomenti su cui possono esprimersi. In secondo luogo, laddove venissero emesse più categorie di strumenti finanziari partecipativi, sarebbe senz'altro possibile riconoscere loro il voto su argomenti differenti⁷⁵, ma occorrerebbe che gli azionisti mantenessero una posizione di prevalenza nel complesso, secondo una valutazione da farsi caso per caso considerando il numero di tutte le decisioni che vedono l'intervento degli strumentisti, il loro oggetto e il peso di tali investitori relativamente a ciascuna di esse. In sintesi, il limite della specificità dovrebbe dirsi rispettato laddove, nella fattispecie concreta, sia ravvisabile un ruolo generalmente preponderante degli azionisti alla luce del numero di decisioni a cui partecipano gli strumentisti, del loro peso su ciascuna decisione, dell'oggetto di tali decisioni e del loro peso sul governo societario complessivamente inteso, quale ricavabile dalla sintesi delle analisi dei tre aspetti precedenti. Sicché gli azionisti, quand'anche subissero il veto, venissero posti in minoranza o fossero addirittura esclusi dalla votazione su determinate autorizzazioni, rimarrebbero la categoria di investitori con il ruolo ed il peso decisionale maggiori: sia per il numero di decisioni cui prenderebbero parte, giacché, a differenza dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, almeno la metà delle azioni deve essere dotata del diritto di votare su tutte le deliberazioni di competenza assembleare; sia per il peso che essi manterrebbero su tutte le deliberazioni a cui gli strumentisti non partecipano e sul governo societario complessivamente inteso⁷⁶.

Se questo percorso interpretativo fosse condivisibile, si dovrebbe desumerne che la supremazia degli azionisti si esprime su due livelli. In primo luogo, spetterebbe agli azionisti stabilire se e in che misura consentire l'ingresso degli strumentisti nel governo societario: non è infatti la legge, bensì esclusivamente una disciplina di rango statutario ad attribuire il diritto di voto ad investitori non azionisti⁷⁷. In secondo luogo, gli azionisti manterrebbero nel

⁷⁵ M. CIAN, (nt. 12), 68 nt. 98.

⁷⁶ Cfr. R. LENER, (nt. 12), 492, il quale osserva come «il limite *sostanziale* all'emissione di strumenti finanziari partecipativi stia in ciò, che la società emittente *non* deve diventare una s.p.a. *in mano a non soci*. Tuttavia, non essendo stati introdotti parametri quantitativi, o limiti stringenti e chiari (come in altri ordinamenti), si potrà solo valutare lo statuto nel suo complesso, per sincerarsi che non sia stata creata una società *abnorme*, istituzionalmente controllata da non soci» (enfasi originali).

⁷⁷ Non pare in discussione che l'emissione di strumenti finanziari dotati di diritto di voto debba trovare previsione nello statuto o quanto meno in una deliberazione dell'assemblea straordinaria e che quindi, a differenza delle obbligazioni, non possano venire emessi dagli amministratori di loro iniziativa; al più discutendosi se, in presenza di una disciplina statutaria di simili strumenti finanziari, gli amministratori siano liberi di emetterli ovvero occorra comunque una delibera dall'assemblea in tal senso. In argomento sia consentito limitarsi a rinviare a F. CORSI, (nt. 2), 417, 419; V. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 239 ss., 250; P. SPADA, *Obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari non partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 253 ss., 256; G. FERRI jr., (nt. 2), 93 s.; M. MIOLA, (nt. 2), 278; C. CINCOTTI, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 221 ss., 231 ss.; G. GIANNELLI, (nt. 13), *passim*, spec. 169 ss.; M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 84 s.; R. LENER, (nt. 12), 485; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 163 del 7 novembre 2017*, <https://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/163.aspx>; M. NOTARI, *Gli strumenti*

complesso un peso dominante sul governo societario e ciò in virtù di due regole fondamentali: quella per cui gli azionisti dovrebbero in ogni caso nominare almeno la metà più uno dei componenti degli organi sociali e quella per cui gli argomenti sui quali gli strumentisti possono votare dovrebbero essere specifici, nel duplice senso di essere limitati di numero e di conferire alla categoria (considerati gli argomenti, il numero di argomenti e il peso esercitabile su ciascuno) un peso sul governo societario complessivamente contenuto rispetto a quello degli azionisti, secondo una valutazione da farsi con riguardo alla singola fattispecie.

Al di fuori di questi limiti imperativi, l'autonomia statutaria sarebbe però libera di stabilire, rispetto alla singola decisione, le modalità con cui gli strumentisti esercitano il loro diritto di voto nonché il peso dagli stessi su di essa esercitabile.

Così ricostruito, il principio di supremazia assumerebbe in parte i tratti di una clausola generale, con tutte le relative conseguenze in termini di indeterminatezza del precetto normativo. Il rilievo, di per sé, non pare tuttavia determinante per accantonare questa ipotesi ricostruttiva: il diritto societario conosce altri casi in cui la validità di una clausola statutaria è esposta all'interpretazione di una clausola generale: si pensi al fatto che lo statuto di una s.r.l. può legittimamente prevedere cause di esclusione del socio solo se queste rientrano nel più ampio ed indefinito concetto di «giusta causa» (art. 2473-*bis* c.c.). L'osservanza del principio di supremazia degli azionisti, come sopra ricostruito, sarebbe poi solo un ulteriore momento valutativo accanto ad altri analoghi già imposti dall'ordinamento. Oltre alla verifica della sussistenza di un apprezzabile interesse all'argomento, di cui si è accennato sopra, pare infatti corretto sostenere che l'attribuzione di diritti amministrativi a strumenti finanziari partecipativi debba comunque essere vagliata attraverso un giudizio di meritevolezza⁷⁸: sembra cioè necessario valutare sempre se, anche in considerazione dei diritti patrimoniali attribuiti alla categoria, certe attribuzioni amministrative, per la loro qualità (cioè, quali argomenti) e quantità (cioè, quanti argomenti e con quale peso), possano o meno reputarsi ammissibili⁷⁹. Se dunque questa declinazione del principio di supremazia fosse condivisibile,

finanziari partecipativi, (nt. 2), 1143 s. Non pare nemmeno discutibile che, laddove i soci intendano espungere gli strumentisti dal governo societario, la relativa deliberazione debba essere approvata dall'assemblea speciale di questi ultimi: infatti, l'eliminazione in radice di un diritto partecipativo rappresenta evidentemente la massima forma di pregiudizio allo stesso. Potrebbe però forse ipotizzarsi un modo per evitare l'applicazione dell'art. 2376, così da intendere il principio di supremazia non solo come potere di ammettere, ma anche come potere di escludere unilateralmente gli altri investitori dal governo societario. Si immagini che lo statuto, nel disciplinare gli strumenti finanziari partecipativi, riservi agli azionisti il diritto potestativo (da esercitare in assemblea) di estinguere i loro diritti partecipativi: simile soluzione parrebbe conciliare la libertà degli azionisti di reintegrare l'esclusività del loro potere decisionale con la necessaria tutela dell'affidamento degli strumentisti; affidamento, che verrebbe altrimenti intollerabilmente frustrato se potessero essere in ogni tempo privati dei loro diritti partecipativi pur in assenza di un'espressa previsione in tal senso al momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari.

⁷⁸ M. CIAN, (nt. 12), 69 s.

⁷⁹ È in questo giudizio d'altronde che potrebbero inserirsi valutazioni in ordine alla necessaria osservanza di un principio di correlazione tra rischio e potere, per imporre un criterio di proporzionalità diretta tra aleatorietà dei diritti patrimoniali attribuiti ed incisività dei diritti amministrativi riconosciuti. Il tema, tuttavia, appare estremamente complesso ed impone un'analisi inevitabilmente eccedente l'economia del presente lavoro. In argomento sia consentito limitarsi a rinviare a E. BARCELLONA, (nt. 67), *passim*, spec. 87 ss.; M. MAROCCHI, (nt. 2), *passim*, spec. 240 nt. 51, e 245 ss.

ne deriverebbe che per valutare la legittimità dei diritti di voto attribuiti agli strumentisti dovrebbe passarsi per l'apprezzamento soggettivo, e dunque opinabile, di tre (anziché due) requisiti generali: la sussistenza di un interesse a pronunciarsi su un determinato argomento, la meritevolezza dell'attribuzione e infine il rispetto del principio di supremazia⁸⁰.

6. *Profili critici della ricostruzione proposta e conclusioni sul possibile ruolo degli strumentisti.*

Nei paragrafi precedenti si è dato conto di tre diverse interpretazioni del principio di supremazia degli azionisti e delle corrispondenti tre diverse ricostruzioni del ruolo (e quindi del peso) degli strumentisti nel processo decisionale. Si è quindi prospettata una quarta soluzione. È necessario ora chiedersi quale sia l'interpretazione preferibile del principio di supremazia degli azionisti e, conseguentemente, se la tesi avanzata nel paragrafo precedente sia o meno accoglibile.

La questione dirimente, a ben vedere, è, se la maggioranza del capitale sociale votante debba essere sempre una condizione necessaria (ancorché eventualmente non sufficiente) per l'assunzione di ogni singola decisione di competenza degli investitori. La domanda da porsi, dunque, è se la normativa attuale consenta l'adozione di delibere anche contro la volontà della maggioranza, o financo della totalità, del capitale sociale votante. È infatti evidente che, se la risposta a tale quesito dovesse essere negativa, la prima ricostruzione sopra riferita in merito al ruolo degli strumentisti, per la quale questi potrebbero essere titolari unicamente di un potere di veto e di nomina di una minoranza dei componenti degli organi sociali, rappresenterebbe la soluzione obbligata, in quanto la sola a garantire in ogni caso il rispetto della predetta condizione.

La tesi avanzata nel precedente paragrafo, in base alla quale il principio di sovranità degli azionisti dovrebbe essere valutato con riguardo al governo societario nel suo complesso, riconosce ampia libertà all'autonomia statutaria nel regolare la partecipazione degli strumentisti alla singola delibera. Essa perciò nega la necessarietà del consenso della categoria degli azionisti su tutte le decisioni ed ammette la liceità di clausole statutarie che possano anche consentire agli strumentisti di determinare l'approvazione di una delibera altrimenti rigettata dai soci⁸¹.

⁸⁰ Si badi che il profilo della meritevolezza e quello della supremazia degli azionisti dovrebbero tenersi ben distinti: i diritti di voto attribuiti ad una categoria di strumenti finanziari partecipativi potrebbero essere rispettosi del principio di supremazia (nel senso di non conferire un peso eccessivo sul governo societario complessivamente inteso) e tuttavia non superare positivamente il giudizio di meritevolezza perché, ad esempio, si ritiene che i diritti amministrativi attribuiti conferiscano un potere sproporzionato al grado di rischio economico cui sono esposti. Viceversa, potrebbe darsi il caso di una categoria di strumenti finanziari partecipativi i cui diritti amministrativi siano del tutto ammissibili sotto il profilo della meritevolezza, ma lesivi della supremazia degli azionisti.

⁸¹ Cfr. M. CIAN, (nt. 12), 74 s., il quale osserva (pur specificando in nt. 120 come le seguenti considerazioni restino indipendenti dal problema concernente la sede di esercizio del diritto di voto da parte dei possessori degli strumenti partecipativi): «sembra più aderente alle regole di *governance* della società azionaria rimettere invece la sorte della deliberazione al normale gioco della partecipazione e dell'assenteismo dall'assemblea, senza assicurare ai soci la preminenza della loro posizione anche di fronte al loro disimpegno rispetto all'attività dell'organo».

La lettera della legge non rende tuttavia agevole propugnare questa tesi. I dati testuali sembrerebbero piuttosto imporre la maggioranza del capitale sociale votante quale condizione imprescindibile per l'adozione di qualunque delibera di competenza degli investitori. Più elementi, infatti, depongono a favore della collocazione del voto degli strumentisti in un'assemblea separata e, quindi, della necessità che l'adozione di ogni delibera ne presupponga l'approvazione da parte degli azionisti. Innanzitutto, la lettura più immediata del divieto testuale di cui all'art. 2346, ultimo comma, conduce in tale direzione. Inoltre, interpretare il divieto di voto nell'assemblea generale come divieto di attribuire un voto generalizzato significa in sostanza replicare il precetto della specificità già espresso dall'art. 2351, quinto comma, e quindi contravvenire alla regola ermeneutica per cui deve preferirsi attribuire ad ogni norma un significato suo proprio. Pertanto, benché sistemi alternativi a quello delle assemblee separate siano teoricamente realizzabili⁸², su quest'ultimo paiono

⁸² La soluzione della partecipazione di azionisti e strumentisti ad un'unica assemblea non sembrerebbe, tra l'altro, imporre necessariamente stravolgimenti sul piano normativo, potendo forse essere sufficiente un lavoro di adeguamento condotto a livello meramente interpretativo. Potrebbe infatti ipotizzarsi l'applicazione tanto della disciplina del conflitto di interessi, quanto di quella (peraltro di matrice giurisprudenziale e dottrinale) in materia di abusi della maggioranza e della minoranza, semplicemente riformulando, alla luce della presenza degli strumentisti, la nozione di interesse sociale e le regole di composizione dei conflitti di interessi "orizzontali". Una suggestione in tal senso proviene dalla modifica introdotta all'art. 2373 dall'art. 1, comma 7, del d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, il quale ha sostituito alla precedente formulazione della norma («da deliberazione approvata con il voto determinante di *soci* che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377») con l'attuale «da deliberazione approvata con il voto determinante di *coloro* che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art. 2377». Malgrado, per le ragioni esposte in testo, tale modifica non risulti sufficiente a convincere della volontà del legislatore di far partecipare azionisti e strumentisti ad una medesima assemblea, essa consente di immaginare quale potrebbe essere la disciplina sul conflitto di interessi applicabile ad un'ipotetica assemblea comune: la medesima attualmente vigente, all'esito però di una (certo non semplice) riflessione sulla nozione dell'interesse sociale che detta norma assume lesa. Lo stesso potrebbe dirsi con riguardo alle fattispecie dell'abuso della maggioranza o della minoranza: mancando qui del tutto una disciplina positiva, è immaginale il recepimento delle novità con uno sforzo interpretativo. In dottrina, sollevano il problema della rimediazione del concetto di interesse sociale alla luce della partecipazione degli strumentisti al processo decisionale e all'ingresso di loro fiduciari negli organi di amministrazione e di controllo, includendo anche l'interesse di questa categoria nella rilevanza endosocietaria, M. LAMANDINI, (nt. 2), 537; A. PISANI MASSAMORMILE, (nt. 12), 1298 e 1300, secondo cui l'interesse degli strumentisti viene in rilievo nel governo societario anche se non viene nominato alcun amministratore da tale categoria, posto che la possibilità di nominare quest'ultimo è un *posterius* del riconoscimento dell'esistenza di numerosi ed eterogenei interessi endosocietari che bisogna comporre; C. PELLEGRINI, (nt. 2), 588 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss., 1099 s.; L. ENRIQUES, (nt. 12), 177; M. CIAN, (nt. 12), 92 nt. 171, 121 ss. Approfondiscono l'impatto su questi temi dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi C. PELLEGRINI, (nt. 2), 570 ss., 577 ss.; L. MIOTTO, (nt. 2), 80 ss., 124 ss. Considerazioni simili potrebbero farsi anche a proposito del tema del controllo. I presupposti del controllo individuati dall'art. 2359 c.c., infatti, sono astrattamente applicabili anche nell'ipotesi in cui all'assemblea partecipino entrambe le categorie di investitori: ad eccezione del controllo esterno previsto al n. 3, tanto la fattispecie di controllo interno di diritto quanto quella di controllo interno di fatto si basano sul numero di voti disponibili nell'assemblea ordinaria; un criterio che, teoricamente, potrebbe prescindere dalla circostanza per cui tali voti siano conferiti da azioni piuttosto che da strumenti finanziari partecipativi. Si veda, a proposito della possibile incidenza degli strumenti finanziari partecipativi sulla situazione di controllo, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 13), 231; ma per una tesi di segno contrario si veda L. SCHIUMA, (nt. 2), *passim*, spec. 20 ss.

convergere gli indici della volontà legislativa. In altri termini, deve riconoscersi che la lettera della legge fatica a sorreggere la tesi avanzata nel precedente paragrafo⁸³.

Non sembrano del resto decisive, in senso contrario, le norme valorizzate da quanti sostengono la tesi della necessaria o possibile partecipazione degli strumentisti alla medesima assemblea degli azionisti⁸⁴. Con riferimento all'art. 2506-ter, quarto comma, si è infatti evidenziato come il consenso unanime dei soci e degli strumentisti ben possa essere raggiungibile in due assemblee separate⁸⁵. Del resto, una spiegazione di detta disposizione potrebbe anche rinvenirsi nel suo diverso ambito di applicazione, che non è circoscritto né alle società per azioni né alle società di capitali, ma comprende anche le società cooperative, dove gli strumentisti votano in assemblea generale per espressa previsione di legge⁸⁶. Quanto alla sostituzione, operata dal d. lgs. 27/2010 agli artt. 2370, 2372 e 2373, delle parole «soci» o «azionisti» cui spetta il diritto di voto con la locuzione «coloro ai quali spetta il diritto di voto», si è detto che con essa il legislatore avrebbe inteso non già chiarire l'ingresso degli strumentisti nell'assemblea degli azionisti, bensì dare conto di situazioni, già conosciute dal diritto societario, nelle quali il voto spetta ad un soggetto diverso dal socio, ma pur sempre avente un rapporto qualificato con le azioni⁸⁷.

L'art. 2526 sembra poi da intendere norma speciale rispetto alla disciplina delle società per azioni⁸⁸. Inoltre, a dispetto di un *nomen iuris* pressoché identico, gli strumenti finanziari ivi menzionati parrebbero avere in realtà una natura ben diversa, idonea a consentire di qualificare i loro titolari come veri e propri soci⁸⁹.

Anche l'art. 106, comma 3-bis, t.u.f., non sembra decisivo. Autorevole dottrina ha difatti osservato come le soglie rilevanti ai fini dell'o.p.a. obbligatoria siano dal primo comma dell'art. 106 espressamente calcolate considerando i voti spettanti a tutti i «titoli», quindi a tutti «gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria» (stando alla definizione di «titolo» data dall'art. 101-bis, comma 2, t.u.f.); se gli strumenti finanziari partecipativi votassero nella medesima assemblea degli azionisti, la soglia sarebbe già prevista dal primo comma e, dunque, l'ulteriore norma espressa al comma 3-bis sarebbe inutile⁹⁰. Lo stesso Autore ha inoltre avanzato ipotesi interpretative compatibili con lo svolgimento di assemblee separate: in particolare, ha evidenziato la possibilità che gli strumenti finanziari influenzino il controllo societario in virtù della loro attitudine a bloccare le delibere dell'assemblea generale

⁸³ V. però R. LENER, (nt. 12), 488, per il quale l'argomento letterale si presenta tutto sommato debole di fronte a norme così poco chiare e lacunose.

⁸⁴ V. sopra, paragrafo 3.

⁸⁵ B. LIBONATI, (nt. 2), 17.

⁸⁶ M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 95.

⁸⁷ L. SCHIUMA, (nt. 2), 39 ss., per la quale con simile formulazione le norme citate alluderebbero, tipicamente, alle figure dell'usufruttuario, del custode e del creditore pignoratorio cui spetta, secondo l'art. 2352 c.c., esercitare il diritto di voto attribuito dalle azioni oggetto di usufrutto, sequestro o pignoramento.

⁸⁸ B. LIBONATI, (nt. 2), 16.

⁸⁹ M. NOTARI, (A. GIANNELLI), (nt. 2), 95.

⁹⁰ B. LIBONATI, (nt. 2), 18 s. Conf. L. SCHIUMA, (nt. 2), 24, testo e nt. 49.

attraverso un veto dell'assemblea speciale⁹¹. Conforta tale interpretazione la considerazione per cui la Consob può stabilire obblighi di o.p.a. anche a fronte di rilevanti percentuali di voto insistenti su decisioni diverse da quelle di nomina degli organi sociali, in ragione dell'influenza sulla gestione potenzialmente derivante dal loro esercizio anche congiunto (art. 105, terzo comma, t.u.f.); così rendendo immaginabile che uno strumentista sia in grado di bloccare tali decisioni e determinare una posizione di controllo congiunto proprio per effetto del voto in assemblea separata.

In conclusione, nel presente lavoro si è cercato di dedurre argomenti per sostenere che il principio di sovranità degli azionisti dovrebbe essere apprezzato avendo riguardo al governo societario nel suo complesso e dovrebbe perciò concedere all'autonomia statutaria massima libertà nella definizione delle modalità con cui gli strumentisti partecipano alla singola decisione (ossia possibilità di scelta, innanzitutto, tra votazione in assemblea separata, votazione nell'assemblea generale con peso minoritario, paritetico, maggioritario od anche totalitario in caso di esclusione degli azionisti dal processo deliberativo inerente a determinate autorizzazioni del tipo previsto all'art. 2364, primo comma, n. 5) ovvero a determinate modifiche statutarie loro totalmente estranee). Detti argomenti, tuttavia, impongono all'interprete una certa forzatura del dato testuale. Appare dunque maggiormente conforme al dettato normativo e all'intenzione del legislatore l'orientamento secondo cui il diritto di voto eventualmente attribuito ai titolari di strumenti finanziari partecipativi deve essere da questi esercitato in un'assemblea separata, la cui determinazione varrà, alternativamente, ad approvare la delibera precedentemente adottata dall'assemblea degli azionisti⁹², ad autorizzare gli amministratori al compimento di determinati atti gestori⁹³, ovvero a nominare una minoranza dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo⁹⁴.

⁹¹ Questa, in dettaglio, la riflessione di B. LIBONATI, (nt. 2), 18 s.: poiché la soglia del 30% in una società quotata è stata dal legislatore considerata come la soglia del controllo di fatto (stante l'assenteismo degli azionisti), in caso di emissione di strumenti finanziari con diritto di voto non basterebbe il 30% dei voti in assemblea generale per far presumere il potere di scelta degli amministratori, perché la loro nomina potrebbe essere bocciata dall'assemblea speciale degli strumenti finanziari partecipativi: da qui emerge lo spazio per il necessario intervento della Consob e la completa compatibilità della norma (sistematicamente necessaria) dell'art. 106, comma 3-*bis*, con la ricostruzione che vuole gli strumentisti votanti in un'assemblea separata. In argomento si vedano anche le riflessioni di A. LUPOI, (nt. 2), 299 ss.

⁹² In questo caso, si ribadisce, l'attribuzione del diritto di voto secondo l'art. 2351, quinto comma, costituisce in sostanza un ampliamento in via statutaria dell'ambito di applicazione dell'assemblea speciale dell'art. 2376, attraverso un'estensione della nozione di pregiudizio rilevante affinché sorga, in capo alla categoria, un potere di veto.

⁹³ In tale ipotesi, a ben vedere, manca una delibera degli azionisti e quindi parrebbe non rispettata la condizione necessaria consistente nella loro approvazione. La spiegazione deve però rinvenirsi nella funzione difensiva che, secondo l'orientamento più aderente al dato letterale, avrebbe l'istituto del diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi. Detta funzione può allora declinarsi come potere di consentire loro la nomina di membri di minoranza e non esecutivi all'interno degli organi di amministrazione e di controllo, ovvero come potere di porre un veto a determinate decisioni degli azionisti o, appunto, degli amministratori.

⁹⁴ Un'autonoma riflessione, che non è evidentemente possibile svolgere in questa sede, meriterebbe l'opportunità della permanenza stessa, nell'ordinamento societario, di un principio di supremazia degli azionisti. Si ponga il caso di strumenti finanziari partecipativi di tipo para-azionario, ossia esposti ad un rischio d'impresa particolarmente elevato e prossimo a quello degli azionisti (se non addirittura maggiore: si veda il dibattito innestatosi sulla pronuncia del Tribunale di Napoli, ord. 25 febbraio 2016, pubblicata in *Soc.*, 2016, 976 ss., con note di M. LAMANDINI, *Strumenti finanziari partecipativi e ordine di priorità nella partecipazione alle perdite*, e M. PALMIERI, *La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendosi in azioni*, nonché

in *Notariato*, 2016, 268 ss., con nota di G. D'ATTORRE, *Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi*, nonché in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 710 ss., con nota di S. DI NOLA, A. RESTUCCIA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi "a tutto rischio"*, nonché in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 483 ss., con nota di G. MIGNONE, *Strumenti finanziari partecipativi del genere "mezzanino": se sei riserva, non puoi fare il capita...le*, ed emessi a fronte di apporti di valore nettamente superiore ai conferimenti degli azionisti. In questa e in simili fattispecie potrebbe risultare meno comprensibile il mantenimento di una posizione di necessaria primazia degli azionisti sugli strumentisti (anche nei termini meno rigidi ipotizzati al precedente paragrafo). Specie ora che è divenuta più fluida la struttura finanziaria della società per azioni, essendo venuta meno la precedente netta contrapposizione tra investitori in capitale di puro rischio ed investitori in capitale di puro credito (sul punto v. M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in AA. VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 497 ss., spec. 501 ss.), sarebbe in altri termini interessante valutare, nella prospettiva di future eventuali modifiche legislative, l'introduzione di differenti criteri per valutare l'ammissibilità delle prerogative amministrative attribuite agli investitori non azionisti, in luogo degli attuali limiti rigidi al numero degli argomenti su cui questi possono pronunciarsi e al numero di componenti degli organi sociali che gli stessi possono nominare. Per importanti spunti di riflessione sull'argomento, si veda E. BARCELLONA (nt. 67), 94 ss.