



ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

3/2022

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

Direttore **FRANCESCO DENOZZA**

G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 3/2022

Orizzonti del
Diritto Commerciale



3/2022

Editor-in-chief/Direttore responsabile:

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Editorial Board/Direzione scientifica

Pierre-Henri Conac – *Université du Luxembourg*

Jorge Manuel Coutinho de Abreu – *Universidade de Coimbra*

Francesco Denozza – *Università degli Studi di Milano*

Stefan Grundmann – *Humboldt-Universität zu Berlin*

Carlo Ibba – *Università degli Studi di Sassari*

Jonathan Macey – *Yale Law School – Yale University*

Marco Maugeri – *Università Europea di Roma*

Vincenzo Meli – *Università degli Studi di Palermo*

Massimo Miola – *Università degli Studi di Napoli Federico II*

Aurelio Mirone – *Università degli Studi di Catania*

Andrea Perrone – *Università Cattolica del Sacro Cuore*

Serenella Rossi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Davide Sarti – *Università degli Studi di Ferrara*

Giuliana Scognamiglio – *Sapienza Università di Roma*

Giovanni Strampelli – *Università Bocconi*

Rüdiger Veil – *Ludwig-Maximilians-Universität, München*

Editorial Staff/Redazione scientifica

Alessio Bartolacelli – *Università degli Studi di Macerata*

Ilaria Capelli – *Università degli Studi dell'Insubria*

Elisabetta Codazzi – *Università degli Studi dell'Insubria*

Chiara Garilli – *Università degli Studi di Palermo*

Carmen Herrero Suárez – *Universidad de Valladolid*

Corrado Malberti – *Università degli Studi di Trento*

Alessio Scano – *Università degli Studi di Sassari*

Alessandra Zanardo – *Università Ca' Foscari Venezia*

Referees/Revisione scientifica

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

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista **ODC**

Direttore FRANCESCO DENOZZA

3/2022



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2022 - Orizzonti del Diritto Commerciale - Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Iscrizione al R.O.C. n. 25223

Rivista in open access <http://www.rivistaodc.eu>

ISSN 2282-667X

Direttore responsabile: Francesco Denozza

Direzione e Redazione (presso la sede dell'Associazione)

Piazzale Aldo Moro n. 5, 00185 - Roma

email: redazione@orizzontideldirittocommerciale.it

Produzione e distribuzione: G. GIAPPICHELLI EDITORE

Via Po, 21 – Torino – Tel. 011-81.53.111 – Fax 011-81.25.100

Publicato on-line nel mese di dicembre 2022
ad opera di G. Giappichelli Editore.

Indice

Table of Contents

	<i>pag.</i>
Saggi	
CARLO IBBA, <i>Le imprese sociali costituite in forma di società di capitali. Profili organizzativi e pubblicitari</i>	679
<i>Non-profit enterprises in corporate form: an organizational overview</i>	
MARILENA FILIPPELLI, <i>Gli accordi di voto nel diritto statunitense: sviluppo storico e prospettive evolutive</i>	693
<i>Shareholders' voting agreements in the US: historical development and current approach</i>	
PETER AGSTNER, SEBASTIANO COSTA, <i>Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate</i>	749
<i>The board of directors in the internal control and risk management system of listed corporations</i>	
FRANCESCA PRENESTINI, <i>La presentazione di proposte di deliberazione assembleare: riflessioni sul rapporto tra soci e amministratori nello scenario post-pandemico</i>	809
<i>The presentation of proposals for shareholders' meeting resolutions: considerations on the relationship between shareholders and directors in the post-pandemic scenario</i>	
GIULIA SERAFIN, <i>Il rappresentante designato delle società quotate: rapporto negoziale, ordinamento societario e rimedi</i>	847
<i>The appointed representative of listed companies: contractual relationship, corporate law and remedies</i>	

Temi e dibattiti

- MASSIMO BIANCA, *Crisi e rinegoziazione dei contratti tra diritto emergenziale e codice della crisi. Prime riflessioni* 889
Crisis and contracts renegotiation between emergency law and crisis law. First reflections
- GIOVANNI ROMANO, *La SPAC (“Special Purpose Acquisition Company”), un’altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale* 913
SPAC (“Special Purpose Acquisition Company”): another complex creature of global financial capitalism
- NICOLÒ MUCIACCIA, SUSANNA LOPOPOLO, *Prime riflessioni sul rapporto tra NFT e proprietà intellettuale* 999
A first glance at the relationship between NFTs and intellectual property
- SOFIA MANSOLDO, *La tutela del software tra incertezza e “cultura” della proprietà intellettuale* 1057
Software protection between uncertainty and intellectual property “culture”

Giurisprudenza delle Corti superiori

- LOREDANA NAZZICONE, *Ius in fieri in Cassazione* 1099

Letture

- MARIO LIBERTINI, *Note di lettura: Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici, di Nicola Rondinone* 1125
A review on N. Rondinone, Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici (“The birth of the enterprise concept in the troubled process of unification of the civil code and the commercial code in Italy”)

Saggi

Le imprese sociali costituite in forma di società di capitali. Profili organizzativi e pubblicitari

Non-profit enterprises in corporate form: an organizational overview

Carlo Ibba *

ABSTRACT:

Il lavoro si propone di ricostruire la disciplina della *governance* delle imprese sociali costituite in forma di società di capitali. Esso evidenzia da un lato, per ciò che riguarda gli aspetti organizzativi, l'ampio spazio lasciato dalla disciplina speciale al diritto societario comune; dall'altro, per converso, i profili di marcata specialità del regime pubblicitario, con numerose interferenze della pubblicità attuata tramite il registro unico del terzo settore con quella attuata tramite il registro delle imprese.

The article's goal is to reconstruct the governance rules of social enterprises ("imprese sociali") when they are established in corporate form. On the one hand, the work shows the wide scope given by special regulation to general corporate law. On the other hand, it emphasizes the special regime of its publicity system due to the many interferences between register of non-profit entities and register of companies.

SOMMARIO:

1. Cenni introduttivi. – 2. I profili organizzativi. – 3. I profili pubblicitari. – 4. Due conclusioni.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Sassari; e-mail: cmgibba@uniss.it.

Il lavoro costituisce lo sviluppo e l'aggiornamento di una *Relazione* tenuta al Convegno su *La governance degli enti del terzo settore dopo la riforma* (Roma, Luiss, 23 settembre 2021) ed è destinato agli *Studi in onore di Paolo Montalenti*. La ricerca è stata effettuata mediante utilizzo del Fondo di Ateneo per la ricerca 2020 dell'Università degli Studi di Sassari.

1. *Cenni introduttivi.*

Volendo individuare la disciplina applicabile alla *governance* delle imprese sociali costituite secondo uno dei tipi societari capitalistici dobbiamo partire dalla gerarchia delle fonti delineata nell'art. 1, quinto comma, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, ove si legge che «Alle imprese sociali si applicano, in quanto compatibili con le disposizioni del presente decreto, le norme del codice del Terzo settore [...] e, in mancanza e per gli aspetti non disciplinati, le norme del codice civile e le relative disposizioni di attuazione concernenti la forma giuridica in cui l'impresa sociale è costituita».

Nel nostro caso, dunque: prima le norme del d.lgs. n. 112/2017, poi (con il limite della compatibilità) quelle del d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, e solo in ulteriore subordine, per gli aspetti non regolati dalle prime due fonti, le norme del codice civile in tema di società per azioni e di società a responsabilità limitata.

Occorre allora verificare quale sia, per così dire, lo “spazio normativo” coperto dal d.lgs. 112 e, in subordine, dal d.lgs. 117, anche al fine di capire che spazio rimanga per le norme del diritto societario comune.

2. *I profili organizzativi.*

Ora, se proviamo a fare questo scopriamo due cose. La prima è che il legislatore delle imprese sociali, pur focalizzando l'attenzione sull'oggetto e sullo scopo che le devono connotare¹, non si è disinteressato della loro organizzazione interna ed ha tratteggiato – o cercato di tratteggiare – una disciplina ve-

¹ Più precisamente – sulla scorta delle riflessioni di G. MARASÀ, *L'imprenditore*, nel *Comm. cod. civ.*, già diretto da P. SCHLESINGER, continuato da F.D. BUSNELLI e da G. PONZANELLI, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, 39 ss. e, per le conclusioni, 55 s.; approfondite da ultimo in ID., *Responsabilità sociale d'impresa e requisiti dell'impresa sociale*, in corso di pubblicazione negli *Scritti in onore di Paolo Montalenti* –, considerato che le finalità di utilità sociale «non sembrano tradursi in alcuna specifica prescrizione di ordine positivo», imponendo solo di rispettare le regole in materia di scopo di lucro; che per le imprese sociali in forma di società ordinaria e di cooperativa il lucro soggettivo è limitato ma non escluso (art. 5, terzo comma, d.lgs. n. 112/2017); e che dalle regole comportamentali connesse alla così detta responsabilità sociale d'impresa sono esentate le cooperative a mutualità prevalente e gli enti religiosi, che rappresentano la quasi totalità delle imprese sociali (art. 11, ult. comma, d.lgs. n. 112/2017), può dirsi che l'unico requisito qualificante della nozione di impresa sociale che trovi piena rispondenza nel diritto positivo è rappresentato dall'oggetto sociale, dovendo questo consistere nell'esercizio «in via stabile e principale [di] un'attività d'impresa di interesse generale» (art. 1, primo comma, d.lgs. n. 112/2017).

rosimilmente ritenuta coerente con le peculiarità finalistiche delle imprese sociali.

La seconda “scoperta” – che però in un certo senso neutralizza la prima – è che questa disciplina speciale si distacca in modo significativo dalla disciplina comune (che si sarebbe applicata in sua assenza) solo in riferimento alle imprese sociali che abbiano adottato forme associative *non societarie*; se ne distacca assai meno, invece, là dove sia stata adottata la forma di società e in specie quella di società di capitali. Proverò ora a fare un rapido riscontro di questa affermazione.

Innanzitutto, la disciplina speciale delle imprese sociali spesso si limita a integrare quella propria della forma organizzativa adottata, come quando prescrive che dall’atto costitutivo, «oltre a quanto specificamente previsto per ciascun tipo di organizzazione secondo la normativa applicabile a ciascuna di esse», risulti esplicitamente il carattere di impresa sociale (art. 5), o come quando aggiunge ai compiti propri dei sindaci quello di «monitoraggio dell’osservanza delle finalità sociali» (art. 10, terzo comma). In questi casi, dunque, la formulazione della norma speciale conferma espressamente l’applicazione delle norme societarie di diritto comune proprie del tipo adottato; ma lo stesso direi senz’altro che valga in relazione alla norma secondo cui «la denominazione o ragione sociale, in qualunque modo formate, devono contenere l’indicazione di “impresa sociale” (art. 6), che mi pare implicitamente richiamare – e, appunto, integrare – le regole di formazione della denominazione e della ragione sociale proprie, per quanto qui interessa, dei singoli tipi societari.

Non mancano poi casi in cui la disciplina del d.lgs. n. 112 afferma espressamente l’applicazione della disciplina societaria di un determinato istituto (come fanno l’art. 4 in materia di attività di direzione e coordinamento e l’art. 10, primo comma, in ordine ai requisiti dei sindaci) ovvero è formulata, per così dire, a immagine e somiglianza della disciplina propria delle società di capitali (penso ancora alle norme in materia di nomina e compiti dell’organo di controllo interno, o a quelle su redazione e pubblicità del bilancio di esercizio: art. 10, primo, secondo e quarto comma; art. 9, primo e secondo comma). Per di più talvolta si fa salva l’applicazione di «disposizioni più restrittive relative alla forma giuridica in cui l’impresa sociale è costituita» (è questo l’*incipit* dell’art. 10, in materia di organo di controllo); così dicendo si rovescia, in un certo senso, la gerarchia delle fonti sopra ricordata dandosi la prevalenza alla disciplina delle singole forme organizzative adottate, ove eventualmente più rigorosa di quella del d.lgs. n. 112 (ciò vale per la disciplina embrionale dell’organo di controllo contenuta nell’art. 10, che è destinata a cedere il passo, nelle imprese sociali in forma di s.p.a., a quella contenuta ne-

gli artt. 2397 ss. c.c., mentre per quelle in forma di s.r.l. ha il significato di sancire l'obbligatorietà dell'organo di controllo anche là dove essa non sussisterebbe secondo la disciplina del codice civile).

E qualcosa di simile accade nei casi in cui, per taluni istituti, si subordina il dispiegarsi dell'autonomia statutaria delle imprese sociali al rispetto della disciplina imperativa propria delle forme giuridiche in concreto utilizzate; così, in particolare, secondo l'art. 8 l'ammissione e l'esclusione dei soci, nonché il rapporto sociale, sono regolati dall'atto costitutivo o dallo statuto «tenendo conto delle peculiarità della compagine sociale e della struttura associativa o societaria e compatibilmente con la forma giuridica in cui l'impresa sociale è costituita».

Insomma: con riferimento alle imprese sociali in forma di società di capitali, la disciplina del d.lgs. n. 112 non presenta un contenuto derogatorio significativo rispetto al diritto societario comune. E lo stesso vale per la disciplina contenuta nel codice del terzo settore, che come abbiamo visto entra in gioco negli aspetti non regolati dal d.lgs. n. 112, perché nel codice del terzo settore com'è noto si registra una vera e propria – sia pure imperfetta e talvolta improvvida – *societarizzazione* della disciplina². Sicché, a dispetto di quanto la gerarchia delle fonti che ho ricordato prima potrebbe inizialmente indurre a pensare, il diritto societario comune la fa da padrone, e costituisce in larghissima misura – per rinvio diretto o indiretto – la normativa applicabile alle società di capitali-imprese sociali. Il che in termini brutali significa che sul tema specifico che sto trattando non vi è molto di interessante da dire: perché si tratterebbe di ripetere cose che già ben conosciamo, essendo proprie della disciplina codicistica delle società di capitali, *di una qualunque società di capitali*.

Fra le poche peculiarità possono segnalarsi la presunzione – parrebbe – assoluta di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento in capo a chi abbia la facoltà di nominare la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo (art. 4, primo comma)³; la preclusione all'esercizio della direzione e del coordinamento per le pubbliche amministrazioni e per le società con unico socio persona fisica (art. 4, terzo comma), volta a impedire che sia elusa la preclusione all'assunzione della qualifica di impresa sociale da parte di quegli

² Che ho rimarcato e analizzato in C. IBBA, *Codice del terzo settore e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2019, 62 ss.; ma v. anche M. TOLA, *La governance degli enti del terzo settore e i sistemi multistakeholders*, *ivi*, 393 ss.

³ Diversamente, in relazione al previgente art. 4, primo comma, d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155, il cui enunciato peraltro riferiva la presunzione al “controllo” invece che al “coordinamento”, L. SCHIUMA, *Struttura proprietaria e disciplina dei gruppi*, in *La nuova disciplina dell'impresa sociale*, a cura di M.V. DE GIORGI, Padova, Cedam, 2007, 155 s.

stessi soggetti (art. 1, secondo comma), i cui rappresentanti – per analoghe ragioni – non possono assumere la presidenza dell’impresa sociale (art. 7, terzo comma); l’obbligo di pubblicizzare il bilancio sociale (art. 9, secondo comma); il coinvolgimento di lavoratori, utenti e altri *stakeholder* e in particolare, nelle imprese sociali che abbiano superato due dei limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata ridotti della metà, la previsione statutaria della nomina, da parte dei lavoratori, di almeno un componente dell’organo amministrativo e dell’organo di controllo (art. 11, quarto comma, lett. *b*); la possibilità che l’atto costitutivo o lo statuto riservino a terzi la nomina di componenti dell’organo amministrativo, fermo restando che la maggioranza sia nominata dall’organo assembleare (art. 7, primo comma); per le imprese sociali in forma di s.r.l., l’obbligatorietà dell’organo di controllo cui ho già fatto riferimento (art. 10, primo comma; e v. anche l’art. 10, quarto comma); e infine, sul versante del diritto dell’impresa, la soggezione alla liquidazione coatta amministrativa, invece che al fallimento, in caso di insolvenza (art. 14)⁴.

Al di là di questi profili – ripeto – la disciplina delle imprese sociali in forma di società di capitali (se si eccettuano le deroghe, che però non attengono al profilo organizzativo, connesse alla compressione dello scopo lucrativo: art. 3 d.lgs. n. 112) resta quella propria del diritto societario comune.

Del resto, se nel campo degli enti del terzo settore come ho detto si coglie la tendenza alla *estensione di regole societarie ad enti non societari*, è perfettamente coerente con questa tendenza, per gli enti di forma societaria, il *mantenimento della disciplina comune* che è loro propria (mentre del tutto incoerente sarebbe stata, evidentemente, una ipotetica “desocietarizzazione” del loro regime).

3. I profili pubblicitari.

Evidenti profili di specialità presenta invece il *regime pubblicitario* delle imprese sociali, al quale perciò rivolgo ora la mia attenzione.

Faccio una sintetica premessa di ordine generale, che è questa. Finché la pubblicità assolve solo finalità informative, l’eventuale pluralità di mezzi d’informazione non presenta particolari controindicazioni e può anzi agevolare i terzi, che possono reperire i dati di loro interesse non solo – che so – attraverso il registro delle imprese ma anche attraverso altri registri, siti internet, quotidiani, la *Gazzetta Ufficiale*, ecc. In questa prospettiva, dunque, l’even-

⁴ Sul punto già A. CETRA, *Procedure concorsuali*, in M.V. DE GIORGI, (nt. 3), 310 ss.

tuale pluralità di fonti d'informazione è in linea di principio da valutare positivamente, sempre che sia assicurata l'identità delle informazioni diffuse mediante i vari mezzi di comunicazione utilizzati.

Diverso discorso va fatto invece in relazione alle ipotesi in cui l'adempimento pubblicitario non serve solo a diffondere informazioni ma anche a produrre effetti ulteriori. In questi casi, infatti, deve essere rispettato il principio della *unicità dello strumento di pubblicità legale*, nel senso che alla pubblicità eventualmente attuata con altri mezzi non può essere riconosciuta una funzione che vada al di là di quella meramente informativa. Perché, se così non fosse, delle due l'una: o i terzi, al fine di non subire gli effetti di un atto non conosciuto, sarebbero costretti a consultare tutti gli strumenti pubblicitari utilizzati o utilizzabili, oppure la legge dovrebbe prevedere che i soggetti tenuti alla pubblicità la effettuino su tutti quegli strumenti prima che si produca l'effetto desiderato. Il che vuol dire, in definitiva, che o i destinatari o i fornitori dell'informazione sarebbero gravati di un onere tutto sommato inutile e sproporzionato. Fissato questo punto⁵, torniamo alle nostre imprese sociali.

3.1. L'art. 5, secondo comma, d.lgs. n. 112 (come già faceva l'art. 5, secondo comma, d.lgs. n. 155/2006) stabilisce che «Gli atti costitutivi, le loro modificazioni e gli altri atti relativi all'impresa devono essere depositati entro trenta giorni [...] presso l'ufficio del registro delle imprese [...], per l'iscrizione in apposita sezione».

A che cosa serva questa iscrizione il legislatore si è dimenticato di dirlo. Mentre per gli altri enti del terzo settore il d.lgs. n. 117 è chiarissimo nel prevedere che l'acquisto di tale qualifica è subordinato, oltre che al possesso di determinati requisiti sostanziali, al requisito formale dell'iscrizione nel così detto registro unico (cfr. l'art. 4, dove si legge fra l'altro che «sono enti del terzo settore» gli enti privati costituiti per il perseguimento senza scopo di lucro «di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale mediante lo svolgimento [...] di una o più attività di interesse generale» che siano «iscritti nel registro unico nazionale del terzo settore»), il d.lgs. n. 112 non fa lo stesso per le imprese sociali (v. infatti l'art. 1).

In astratto, dunque, la previsione che ho poc'anzi citato potrebbe configurare il deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese quale oggetto di un obbligo derivante dal perfezionamento della fattispecie "impresa sociale", perfezionamento che prescinderebbe dall'adempimento formale dell'iscrizione

⁵ Sul quale mi sono soffermato da ultimo in C. IBBA, *Il registro delle imprese*, nel *Trattato di dir. priv.*, diretto da G. IUDICA e P. ZATTI, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, 341 ss.

nell'apposita sezione del registro. È tuttavia ragionevole credere che non sia stata questa la volontà del legislatore e ritenere che l'iscrizione nella sezione speciale⁶ sia costitutiva al fine dell'acquisto della qualifica – se vogliamo, dello *status* – di impresa sociale, con tutto quel che ne deriva, così come l'iscrizione nel registro unico lo è al fine dell'acquisto della qualifica di ente del terzo settore⁷.

Chiarito questo, resta da capire se le imprese di cui ci occupiamo debbano iscriversi *solamente* nella sezione del registro delle imprese ad esse riservata o invece, come ogni altra società di capitali, anche nella sezione ordinaria del registro. La tesi prevalente è senz'altro quest'ultima⁸, che parrebbe coordinarsi meglio con la possibilità di un acquisto della qualifica di impresa sociale successivo alla costituzione dell'ente, come pure con la possibilità di una perdita sopravvenuta di tale qualifica, le quali si risolverebbero la prima nell'iscrizione e la seconda nella cancellazione dalla sezione speciale, *ferma restando l'iscrizione nella sezione ordinaria* (esattamente come accade alle *start-up* innovative e agli incubatori certificati che, avendo perso i requisiti qualificanti, sono cancellati dalla sezione speciale del registro delle imprese [...], «permanendo l'iscrizione alla sezione ordinaria»: art. 25, sedicesimo comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179; e v. l'art. 15, ottavo comma, d.lgs. n. 112/2017).

La tesi della doppia iscrizione, inoltre, si coordina meglio con l'orientamento secondo cui l'iscrizione nelle sezioni speciali, in assenza di disposizioni di legge derogatorie che qui non ci sono, ha il valore di una semplice pubblicità-notizia; orientamento che non mi convince troppo (e che non convince per niente Giorgio Marasà)⁹ ma che è certamente maggioritario, e in base al quale senza l'iscrizione nella sezione ordinaria le imprese sociali non potrebbero fruire dell'efficacia dichiarativa né di alcun altro effetto eventualmente eccedente la finalità puramente informativa.

Coerente con quella tesi, aggiungo, era anche la norma della disciplina pre-

⁶ La legge, come si è accennato, discorre di sezione “*apposita*”, ma confido di aver dimostrato – in C. IBBA, (nt. 5), 33 ss. – che si tratta solo di una variazione lessicale priva di rilevanza giuridica.

⁷ Su quest'ultimo punto C. IBBA, *La pubblicità degli enti del terzo settore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 626 s.

⁸ Cfr. E. CUSA, *Le cooperative sociali come doverose imprese sociali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 972 s.; A. CETRA, *Enti del terzo settore e attività d'impresa*, in *RDS*, 2019, 682; e già, nel vigore della precedente disciplina, A. FUSARO, *Costituzione*, in M.V. DE GIORGI, (nt. 3), 169; altri riferimenti in C. IBBA, (nt. 7), 639, nt. 61.

⁹ V. infatti G. MARASÀ, (nt. 1), 353 ss. e spec. 356 s.; e C. IBBA, (nt. 5), 39 s., 291, 298 ss.

vigente che attribuiva all'iscrizione nella sezione speciale, in presenza di determinati presupposti, un'efficacia costitutiva della limitazione di responsabilità, facendo «salvo quanto già disposto in tema di responsabilità limitata per le diverse forme giuridiche previste dal libro V del codice civile» (art. 6 d.lgs. n. 155/2006) e alludendo così – sembrerebbe – agli effetti costitutivi dell'iscrizione nella sezione ordinaria¹⁰.

Accogliendo questa impostazione, dunque, l'iscrizione nella sezione speciale varrebbe ai soli fini dell'acquisizione della qualifica di impresa sociale, mentre ogni altro effetto discenderebbe dall'iscrizione nella sezione ordinaria. Escluderei invece – per le controindicazioni che si manifesterebbero, e sulle quali mi soffermerò più avanti – che sia corretto pensare a due iscrizioni, quella nella sezione speciale e quella nella sezione ordinaria, entrambe produttive di tutti gli effetti rilevanti sul piano civilistico (dichiarativi, costitutivi, sananti a seconda dei casi).

Non manca comunque chi valorizza l'esigenza di evitare duplicazioni di oneri per le imprese, rimarcata nella legge istitutiva del registro delle imprese e tuttora rilevante sul piano interpretativo¹¹, e da essa argomenta che l'iscrizione nella sezione speciale deve considerarsi *sostitutiva* di quella nella sezione ordinaria. Preciso che in tal caso, naturalmente, alla pubblicità attuata per il tramite della sezione speciale dovrebbero connettersi – per le imprese sociali in forma di società di capitali – anche l'effetto costitutivo della personalità giuridica¹² e l'efficacia dichiarativa, posto che in caso contrario verrebbe a configurarsi per esse un trattamento irragionevolmente penalizzante e tale da alterare inammissibilmente il regime apprestato dal diritto societario comune.

Sempre nella prospettiva dell'unicità dell'adempimento pubblicitario, qualora la società non nasca come impresa sociale ma lo diventi in un secondo tempo, all'iscrizione nella sezione speciale dovrebbe fare riscontro la cancellazione dalla sezione ordinaria; mentre alla perdita della qualifica di impresa sociale dovrebbe accompagnarsi l'iscrizione nella sezione ordinaria¹³, e ciò – riterrei – anche qualora la società già impresa sociale venga messa in liquidazione e non prosegua l'attività.

¹⁰ E v. A. CETRA, *Responsabilità patrimoniale*, in M.V. DE GIORGI, (nt. 3), 176.

¹¹ G. MARASÀ, (nt. 1), 66 s., testo e nt. 147, 357 s.

¹² G. MARASÀ, *La pubblicità presso le sezioni speciali del registro delle imprese: utile per inutile ... vitatur*, in ID., *I contratti associativi a dodici anni dalla riforma del diritto societario*, Torino, Giappichelli, 2015, 189.

¹³ Cfr. G. MARASÀ, (nt. 1), 67, nt. 147.

3.2. Per completare il discorso dobbiamo ora dare uno sguardo al regime pubblicitario previsto per le imprese sociali nel codice del terzo settore.

In proposito l'art. 11 d.lgs. n. 117/2017, dopo aver stabilito al primo comma che «gli enti del terzo settore si iscrivono nel registro unico nazionale», al terzo comma ha previsto che, «per le imprese sociali, l'iscrizione nell'apposita sezione del registro delle imprese soddisfa il requisito dell'iscrizione nel registro unico».

La formula, dunque, equipara l'iscrizione richiesta dall'art. 5 d.lgs. n. 112 a quella dovuta ex art. 11 d.lgs. n. 117, rendendo la prima equivalente alla seconda ai fini dell'acquisto della qualifica di ente del terzo settore; il che significa che il primo adempimento pubblicitario produce anche gli effetti propri del secondo¹⁴.

In questa prospettiva, a mio avviso avrebbe potuto (o dovuto) evitarsi di inserire nel registro unico una sezione riservata alle imprese sociali, come invece si è fatto (art. 46, lett. d, d.lgs. n. 117). In ogni caso, in coerenza con l'obiettivo della semplificazione additato dalla legge-delega, questa sezione secondo me dovrebbe avere semplicemente la funzione di far sapere ai terzi *quali siano* le imprese sociali esistenti, mediante annotazione dei loro estremi identificativi, ma non dovrebbe fungere da ulteriore contenitore – e dunque da ulteriore strumento di pubblicità – di tutti i dati già pubblicizzati nel registro delle imprese¹⁵.

La disciplina attuativa, viceversa, parrebbe aver optato per un integrale travaso nel registro unico di tutti i dati già iscritti nella sezione speciale del registro delle imprese, sia pure per il tramite di una comunicazione da parte dell'ufficio del registro delle imprese (art. 7, all. A, d.m. 15 settembre 2020). Se è così, si riscontra in sostanza un esonero *dal procedimento di iscrizione ma non dall'iscrizione*, nel senso che pur senza bisogno della presentazione di una domanda da parte dell'impresa interessata, e quindi senza oneri aggiuntivi a suo carico, tutti i dati ad essa relativi sarebbero oggetto di iscrizione anche nel registro unico del terzo settore.

¹⁴G. MARASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità, forme organizzative e pubblicità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 691; A. FICI, *L'impresa sociale e le altre imprese del terzo settore*, in *AGE*, 2018, 26; C. GRANELLI, *Impresa e terzo settore: un rapporto controverso*, in *juscivile.it*, 5/2018, § 5; C. IBBA, (nt. 7), 639 s.

¹⁵Né sembra che questa conclusione sia smentita da altri enunciati presenti nel codice del terzo settore, e in particolare dal cenno alla «comunicazione dei dati tra il registro delle imprese e il registro unico [...] con riferimento alle imprese sociali e agli altri enti del terzo settore iscritti nel registro delle imprese», contenuto nell'art. 53, primo comma. ult. parte, posto che i dati da comunicare potrebbero appunto consistere ed esaurirsi, per ciò che riguarda le singole imprese sociali, nei loro elementi identificativi.

Ma, se è così, ne risulta una duplicazione dei sistemi pubblicitari dotati di efficacia dichiarativa, perché questa è l'efficacia prevista per le iscrizioni che avvengono nel registro unico del terzo settore: la stessa che è prevista in via generale dall'art. 2193 c.c. per la pubblicità attuata tramite il registro delle imprese. E poiché l'art. 52 d.lgs. n. 117, ricalcando la previsione dell'art. 2193 c.c., subordina l'opponibilità degli atti non iscritti nel registro unico alla prova dell'effettiva conoscenza da parte dei terzi, ciò comporta che, per evitare di dover dare questa prova, è necessario che l'atto risulti iscritto non solo nel registro delle imprese (sezione speciale o anche sezione ordinaria a seconda della tesi accolta) ma anche nel registro unico¹⁶. Sotto questo profilo, dunque, la società di capitali-impresa sociale viene a trovarsi in una posizione più gravosa rispetto a quella delle altre società di capitali, perché la così detta conoscenza legale derivante dall'iscrizione nel registro delle imprese non è più incondizionata ma è subordinata all'avvenuta iscrizione anche nel registro unico del terzo settore¹⁷.

La situazione si complica ulteriormente per le società di capitali-imprese sociali che – com'è ben possibile (art. 6 d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 36) – intendano acquisire la qualifica di ente sportivo dilettantistico. Per raggiungere questo risultato, infatti, esse dovranno ottenere l'iscrizione nel registro nazionale delle attività sportive dilettantistiche (artt. 4 e 5 d.lgs. 28 febbraio 2021, n. 39); e anche a questa iscrizione – seguendo quella che è ormai diventata una vera e propria moda legislativa degli ultimi anni – è stata ricollegata l'efficacia dichiarativa, prevedendosi, per gli atti sottoposti a pubblicità nel registro delle attività sportive, che in mancanza di questa essi siano opponibili solo previa dimostrazione della loro conoscenza da parte dei terzi (art. 10, primo comma, d.lgs. n. 39/2021). Dal combinato disposto di questa norma, dell'art. 52 d.lgs. n. 117 e dell'art. 2193 c.c. discende dunque, per le società sportive-imprese sociali, che il raggiungimento della così detta conoscenza legale postula anche l'avvenuta iscrizione nel registro nazionale delle attività sportive dilettantistiche, oltre che nel registro delle imprese e – per quanto detto – nel registro unico del terzo settore.

Insomma: le società di capitali-imprese sociali sono gravate da una duplicazione o triplicazione degli adempimenti pubblicitari; adempimenti che devono tutti perfezionarsi affinché si producano gli effetti propri della pubblicità legale.

¹⁶ C. IBBA, (nt. 7), 639 ss.; ID., (nt. 5), 358 ss.

¹⁷ Così C. IBBA, (nt. 7), 629 s.; ID., (nt. 5), 350 s.; G. MARASÀ, (nt. 1), 313; dubbiosi sul punto S. LUONI, M. CAVANNA, *Il Registro unico nazionale del terzo settore: aggiornamento, revisione, cancellazione ed effetti della pubblicità*, in *Terzo sett., non profit e coop.*, 4/2020, 58.

Ma non solo. La moltiplicazione degli strumenti pubblicitari incide negativamente anche sull'affidabilità dei dati iscritti, perché crea il rischio che i vari registri diffondano informazioni fra loro discordanti; possibilità che può verificarsi a causa di errori o inadempienze di chi chiede l'iscrizione o di chi vi provvede, ma anche – più banalmente – a causa della diversa velocità nell'aggiornamento dei vari registri.

Nel sistema del registro delle imprese le iscrizioni – incluse ovviamente quelle relative alle imprese sociali-società di capitali – devono avvenire entro cinque giorni dalla presentazione della domanda (art. 11, ottavo comma, d.p.r. n. 581/1995) e in qualche caso dovrebbero addirittura avvenire «immediatamente» (art. 20, comma 7-*bis*, d.l. 24 giugno 2014, n. 91); il travaso dei dati nel registro unico del terzo settore, essendo prevista come abbiamo visto una comunicazione diretta dei dati già iscritti nella sezione speciale, dovrebbe avvenire nei cinque giorni successivi (art. 7, all. A, d.m. 15 settembre 2020), con un disallineamento temporale, dunque, abbastanza contenuto, se il sistema funzionerà regolarmente. Il disallineamento con i dati inseriti nel registro degli enti sportivi, invece, rischia di essere assai maggiore, perché qui il termine per l'iscrizione è di quarantacinque giorni, ma la domanda non può essere presentata direttamente dall'ente sportivo interessato bensì tramite l'intermediazione dell'organismo affiliante (art. 6, primo e quarto comma, d.lgs. n. 39/2021), per cui i tempi certamente si allungheranno ulteriormente e non di poco.

Già questa diversa tempistica porta dunque a una inevitabile discrepanza fra i dati pubblicizzati in un registro e quelli risultanti in un altro, con intuibili problemi di tutela dell'affidamento dei terzi; problemi per la cui soluzione non si è dettata alcuna regola e che potrebbero essere risolti, secondo me¹⁸, estendendo al caso nostro la regola dettata nel sistema del registro delle imprese per il caso di contrasto fra il testo di un atto in lingua italiana e quello in lingua straniera (art. 2250, quinto e sesto comma, c.c.). In sintesi, ciò consentirebbe alla società di capitali-impresa sociale di opporre il dato che compare in un determinato registro, fatta salva però la possibilità per i terzi di invocare il dato, eventualmente a loro più favorevole, presente in un altro registro¹⁹. Anche qui, dunque, la moltiplicazione degli strumenti pubblicitari non è neutra e, per così dire, indolore per la società di capitali-impresa sociale.

¹⁸ Come già prospettato in C. IBBA, (nt. 7), 639 ss.; e in ID., (nt. 5), 353 s.

¹⁹ Nel qual caso l'art. 2250, sesto comma, parte finale, consente alla società di sottrarsi all'opponibilità del testo straniero dimostrando che i terzi erano a conoscenza del testo italiano (ma v. C. IBBA, (nt. 5), 354).

3.3. Quanto sin qui detto con riferimento alla pubblicità dichiarativa vale anche, con le dovute differenze, in relazione alle fattispecie in cui l'iscrizione produce effetti di tipo costitutivo o sanante, o comunque non inquadrabili nella categoria della pubblicità dichiarativa, alle quali dedico ora qualche cenno.

In particolare possiamo pensare alle trasformazioni, fusioni e scissioni, del cui regime anche pubblicitario si occupa l'art. 42-*bis* c.c. Pure qui è da ritenere che le varie iscrizioni richieste debbano aver luogo in tutti i registri nei quali la società di capitali-impresa sociale è iscritta, se non altro perché in caso contrario non solo sarebbero disattese esigenze di tutela dei creditori correlate all'esercizio del diritto di opposizione (come accadrebbe se il termine per l'opposizione ad una fusione potesse maturare pur quando la delibera di fusione risulti iscritta nel registro delle imprese e non anche nel registro unico), ma l'ente risulterebbe trasformato o fuso o scisso in un registro e non nell'altro. Né d'altra parte parrebbe possibile iscrivere l'atto finale del procedimento senza aver adempiuto a tutti gli obblighi pubblicitari precedenti; e non iscrivendosi in uno dei due registri l'atto finale, perfezionativo dell'operazione straordinaria, non sarebbe possibile procedere ad alcuna altra successiva iscrizione relativa all'ente trasformato, fuso o scisso *ma che tale non risulta in quel registro*²⁰.

Sul piano degli effetti, sembrerebbe applicabile anche nel nostro caso il principio ricavabile da svariate disposizioni societarie in tema di trasformazione, fusione e scissione (che il citato art. 42-*bis*, fra l'altro, richiama «in quanto compatibili»), in virtù del quale, là dove sia richiesta una pluralità di adempimenti pubblicitari, gli effetti costitutivi o sananti ad essi ricollegati si producono nel momento in cui viene eseguito l'ultimo degli adempimenti richiesti (cfr. gli artt. 2504-*bis*, secondo comma; 2506-*quater*, primo comma; l'art. 2504-*quater*, primo comma, richiamato per la scissione dall'art. 2506-*ter*, ult. comma; e, sia pure implicitamente, l'art. 2500-*bis*, primo comma)²¹.

3.4. Per quanto riguarda le modifiche statutarie, invece, nel codice del terzo settore non si riscontra alcuna disposizione corrispondente all'art. 2436, quinto comma, c.c.²², sicché la loro efficacia sembrerebbe subordinata alla sola

²⁰ C. IBBA (nt. 7), 636 s.; e ID. (nt. 5), 355 ss.

²¹ C. IBBA, (nt. 7), 637 s.; e ID., (nt. 5), 357 s.

²² La si riscontra invece nell'art. 26, secondo comma, d.m. 15 settembre 2020, n. 106, peraltro verosimilmente viziato da eccesso di delega (v. infatti l'art. 53 d.lgs. n. 117/2017).

iscrizione nel registro delle imprese, ferma restando la rilevanza dell'iscrizione nel registro unico ai fini della loro opponibilità²³.

Le cose cambiano, però, se la società di capitali, oltre a essere impresa sociale, è anche ente sportivo dilettantistico, perché l'art. 14, terzo comma, d.lgs. 39/2021 ha stabilito che le modifiche statutarie di questi enti «diventano efficaci con l'iscrizione» nel registro delle attività sportive dilettantistiche. In tal modo si è attribuita un'efficacia costitutiva concorrente a un'iscrizione i cui tempi fra l'altro, come abbiamo visto, sono tutt'altro che brevi. La norma citata dunque, combinandosi con la disposizione contenuta nell'art. 2436, quinto comma, c.c., rende l'iscrizione nel registro delle imprese (sempre necessaria ma) non più sufficiente al fine della produzione degli effetti modificativi. Ciò comporta, ad esempio, che il registro delle imprese pubblicizzi una data modifica con settimane e forse mesi di anticipo rispetto al registro delle attività sportive dilettantistiche, con conseguente ritardo nella produzione degli effetti modificativi e generando *medio tempore*, nei terzi che consultino il primo registro, l'erroneo convincimento dell'avvenuto perfezionamento della modifica (anche) sul piano degli effetti.

3.5. Ai problemi sin qui tratteggiati se ne aggiunge forse uno specifico concernente le imprese sociali costituite in forma di s.r.l., riguardo alle quali il conflitto fra più acquirenti della stessa quota parrebbe a prima vista pressoché inestricabile nell'eventualità in cui il primo iscrivente in un registro risultasse secondo iscrivente nell'altro. Dico “forse” perché in realtà non è ben chiaro se le cessioni di quote di s.r.l. siano assoggettate a iscrizione nel registro unico e nel registro delle attività sportive (non essendo ciò espressamente disposto) e comunque non vi sono norme espresse che riconducano all'iscrizione in quei registri gli effetti di cui all'art. 2470, terzo comma, c.c.; sicché probabilmente la soluzione del conflitto in questione resta in ogni caso affidata solamente alla priorità dell'iscrizione nel registro delle imprese (accompagnata dalla buona fede)²⁴.

4. *Due conclusioni.*

In sintesi, sotto il profilo organizzativo la specialità della disciplina delle imprese sociali in forma di società di capitali appare dunque tutto sommato

²³ C. IBBA, (nt. 7), 641; e ID., (nt. 5), 359 s.

²⁴ Cfr. C. IBBA, (nt. 7), 640 s.; e ID., (nt. 5), 359.

abbastanza circoscritta, rimanendo pressoché intatta la disciplina di base propria del diritto societario comune.

Il regime pubblicitario riservato alle società di capitali-imprese sociali nell'ambito della riforma del terzo settore (come pure nell'ambito della riforma degli organismi sportivi), viceversa, interferendo con la pubblicità già prevista dal codice civile, dà luogo a un concorso di sistemi pubblicitari che sarebbe stato preferibile evitare o che, quanto meno, avrebbe richiesto un coordinamento che non c'è stato.

E gli inconvenienti che ho provato a tratteggiare mi pare confermino, su un piano più generale, l'inopportunità del concorso fra più sistemi pubblicitari, aventi ad oggetto le stesse situazioni, che interferiscano in ordine alla produzione degli stessi effetti.

Gli accordi di voto nel diritto statunitense: sviluppo storico e prospettive evolutive

Shareholders' voting agreements in the US: historical development and current approach

Marilena Filippelli *

ABSTRACT:

Nell'esperienza statunitense, gli accordi tra soci per l'esercizio del diritto di voto, di cui si ha evidenza sin dalla prima metà dell'Ottocento, hanno assunto forme piuttosto eterogenee – dai *voting agreement* ai *pooling agreement* fino ai *voting trust* – e sono stati oggetto, nel tempo, di una significativa evoluzione, sul piano legislativo, giurisprudenziale e dottrinale, che ha investito il profilo della validità in concreto di tali accordi, in certi casi anche della loro legittimità di principio, nonché della tutela per l'inadempimento.

Nel suo sviluppo storico, il tema dei patti di voto ha intersecato momenti cruciali della storia economica americana, del dibattito teorico intorno all'impresa e dell'evoluzione legislativa, soprattutto in materia societaria e in materia antitrust.

I patti tra soci, anche di voto, costituiscono oggi uno strumento ordinario di *private ordering* nelle società chiuse, e di coordinamento azionario, con funzione di stabilizzazione degli assetti di controllo e di governo delle imprese, nelle società dove è più forte la presenza di investitori istituzionali.

In the US, shareholders' voting coordination, documented since the first decades of XIX century, has taken different forms – namely, voting agreements, pooling agreements, and voting trust. The approach to shareholders' agreements, as for legitimacy, validity, and enforcement, has evolved over time, under the influence of the economic scenario and the debate about the nature of corporation. This evolutive path has also contributed to foster the legislative process in the area of company law and antitrust law.

Nowadays, shareholders' voting agreements are adopted as an ordinary means for private ordering in closely-held corporations, as well as a coordination and control-enhancing device in public companies and startup firms.

* Professoressa associata di diritto commerciale, Sapienza Università di Roma; marilena.filippelli@uniroma1.it.

Lo studio che qui si pubblica fa parte di una più ampia ricerca in materia di patti parasociali, in corso di svolgimento.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Le radici del fenomeno. L'esercizio del diritto di voto nella *corporation* ottocentesca. – 3. Gli strumenti di coordinamento contrattuale per l'esercizio del diritto voto. – 4. I *voting trust* nell'esperienza americana: finalità perseguite e giudizio di legittimità. – 4.1. Gli anni '60 e '70 dell'Ottocento. La meritevolezza delle finalità perseguite e la legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.2. Gli anni '80 e '90 dell'Ottocento. Il ricorso al *voting trust* come strumento di "consolidation" per il perseguimento di finalità anticoncorrenziali. – 4.3. La giurisprudenza di fine Ottocento. L'emersione della questione di legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.4. Il primo decennio del Novecento: il riconoscimento della legittimità di principio dei *voting trust*. – 4.5. La temporanea reviviscenza della tesi della nullità *per se* in seguito alla pubblicazione del "Pujo Report". – 4.6. Le iniziative legislative degli anni '20 e '30: il riconoscimento pieno della legittimità dei *voting trust* e la disciplina del fenomeno. – 5. L'evoluzione della *corporation* nel corso degli anni '20. Il dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società di capitali. – 6. Dai *voting trust* ai *voting agreement*. – 7. I limiti di validità dei *voting agreement* nella giurisprudenza degli anni '30 e '40. – 8. Il dibattito sui rimedi per l'inadempimento. L'ammissibilità di *specific enforcement*. – 9. L'influenza della giurisprudenza in materia di patti di voto sull'evoluzione della disciplina societaria nel corso degli anni '50 e '60. – 10. L'incidenza delle teorie contrattualistiche dell'impresa sulla validità dei *voting agreement* relativi a società chiuse. – 10.1. La disciplina dei patti totalitari. – 11. I *voting agreements* nel diritto vivente. – 11.1. Il *private ordering* per via parasociale nelle società chiuse. – 11.2. L'evidenza di *voting agreement* nelle società quotate. – 11.3. Gli accordi di voto in *startup* partecipate da fondi di *venture capital*.

1. Introduzione.

Il ricorso ad accordi tra soci per l'esercizio concertato del diritto di voto è documentato, nell'esperienza americana, a partire dalla prima metà dell'Ottocento, in concomitanza all'affermarsi della *corporation* di libera costituzione e retta da norme generali ed astratte.

Il contesto di riferimento, governato da principi di *freedom of contract* e caratterizzato, sin dal principio, da una legislazione societaria di tenore sostanzialmente *enabling*, appariva, invero, particolarmente favorevole all'emersione di accordi tra soci, anche relativi all'esercizio del diritto di voto. Questi si svilupparono nella prassi, assumendo forme più o meno complesse: dal mero accordo di voto a carattere episodico e puntuale (i *voting agreement*), ad accordi più complessi, di messa in comune e gestione concertata delle partecipazioni sociali (i c.d. *pooling agreement*), simili ai sindacati azionari dell'esperienza europea, fino a giungere a forme ancor più rigide (i *voting trust*), tipiche dell'esperienza americana e caratterizzate dalla separazione stabile del diritto di voto dagli altri diritti sociali.

Proprio intorno ai *voting trust* si polarizzò, per decenni, il dibattito giuridico, che investì non solo il profilo della validità in concreto dell'accordo, alla luce dei vincoli di sistema e di quelli espressi dalla disciplina societaria, ma anche quello, tipicamente europeo, della loro legittimità di principio.

Nel suo sviluppo storico, il tema della validità dei patti di voto intersecò momenti cruciali della storia economica americana (dalle fasi economiche più espansive, alla grande depressione economica, alle stagioni di particolare vivacità dei mercati finanziari), del dibattito teorico intorno all'impresa (quanto alla contrapposizione tra concezioni contrattualistiche e istituzionalistiche, nonché al tema della separazione tra proprietà e controllo dell'impresa) e dell'evoluzione legislativa (svolgendo un ruolo propulsivo tanto in materia anti-trust, quanto in materia societaria).

L'evoluzione in materia di patti di voto si è stabilizzata, negli Stati Uniti, su esiti sostanzialmente convergenti rispetto a quelli prevalenti a livello internazionale: gli accordi di voto, legittimi in linea di principio, sono caratterizzati da efficacia *inter partes* (con minime eccezioni per ciò che riguarda i patti totalitari), ampi margini di validità in concreto (ben superiori rispetto a quelli previsti per i patti sociali) e un regime di *enforcement* che individua nel rimedio risarcitorio il principale strumento di reazione all'inadempimento del patto.

Gli *shareholder agreement*, anche di voto, rappresentano oggi uno strumento pressoché ordinario di *private ordering* in materia societaria, adottato in funzione integrativa o modificativa della disciplina legale, nonché strumento di coordinamento tra azionisti per la costituzione di posizioni di controllo societario o per un più efficace esercizio dei diritti sociali, anche nelle società quotate.

2. *Le radici del fenomeno. L'esercizio del diritto di voto nella corporation ottocentesca.*

Nell'esperienza storica comune ai diversi ordinamenti, i patti parasociali di voto si connotano come fenomeno proprio della grande società di capitali, intesa in senso moderno¹ – ossia come organizzazione di libera costituzione e retta da norme generali ed astratte, che disciplinano l'accesso al tipo e il funzionamento dell'ente.

¹ V. per tutti, G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, Giuffrè, 1958, 12 ss.

Anche negli Stati Uniti, le prime evidenze di accordi tra soci per l'esercizio concertato del diritto di voto si rintracciano, in giurisprudenza, intorno alla metà dell'Ottocento, in una fase matura di sviluppo economico e di evoluzione delle forme organizzative dell'attività di impresa.

Dopo la guerra di indipendenza, con la fine del dominio britannico sulle colonie, la *corporation* americana si allontanò progressivamente dall'archetipo inglese, per assumere la connotazione di strumento per l'esercizio dell'attività economica², costituita in base di un provvedimento a carattere singolare, emesso dal legislatore statale, il quale, sulla base di un preventivo controllo di meritevolezza, autorizzava la costituzione della società e le garantiva il beneficio della responsabilità limitata³.

Nel corso dell'Ottocento si realizzò, anche negli Stati Uniti, il passaggio dal regime di autorizzazione preventiva, su base singolare, alla determinazione, in via generale ed astratta, dei criteri per l'accesso al tipo e delle norme di funzionamento dell'ente societario⁴.

Al riguardo, le scelte operate dal legislatore americano lasciavano trasparire, sin dal principio, la chiara opzione per un modello legale particolarmente flessibile e permissivo, compatibile con ampi margini di *private ordering*⁵, in netta contrapposizione rispetto alle scelte compiute nelle coeve codificazioni europee, connotate invece da un alto grado di imperatività⁶.

² Durante il periodo coloniale, lo strumento della *corporation* venne adottato, in linea con l'esperienza inglese del tempo, essenzialmente per la gestione di attività non economiche, di tipo benefico-assistenziale o amministrativo-statale, tra cui chiese, enti assistenziali o soggetti incaricati dell'esercizio di pubbliche funzioni: cfr. sul punto, R.E. WRIGHT, *For- and Non-profit Special Corporations in America, 1608-1860*, in H. WELLS (ed.), *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*, Cheltenham, Elgar, 2018, 480, 490 ss.; nonché R.E. SEAVOY, *The Public Service Origins of the American Business Corporation*, in *52 Bus. History Rev.*, 1978, 30, 31-33.

³ Cfr. L.M. FRIEDMAN, *A History of American Law*⁴, Oxford, Oxford University Press, 2019, 159 ss.

⁴ La prima legge nella quale si fissavano requisiti generali di *incorporation* fu adottata, nel 1811, nello Stato di New York con riferimento alla costituzione di imprese manifatturiere attive nel settore tessile: così, per tutti, R.E. SEAVOY, (nt. 2), 56. A questa fecero seguito, nel corso dell'Ottocento, ulteriori iniziative legislative, adottate su base statale: sul punto, v., tra gli altri, S.P. HAMILLE, *From Special Privilege to General Utility: A Continuation of Willard Hurst's Study of Corporations*, in *49 American Univ. L. Rev.*, 1999, 81 ss.

⁵ V., per tutti, H. HOVENKAMP, *Enterprise and American Law, 1837-1937*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 49 ss.

⁶ V., tra gli altri, Così, J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, Paris, Presses Universitaires de France, 1986, 212 ss.; F. LEMEUNIER, *Société Anonyme*, Parigi, Delmas,

Il passaggio al nuovo regime di *incorporation* si accompagnò anche a modifiche significative sul piano del diritto di voto.

Le prime *corporation* americane, infatti, mutuavano dalla compagnia inglese – connotata, com'è noto, da una forte impronta personalistica e democratica⁷ – la regola del voto capitario⁸, espressiva della concezione di società di capitali come comunità di eguali, la cui unità minima partecipativa era rappresentata non già dall'azione, ma dalla persona del socio⁹.

Le nuove *incorporation law* cominciarono ad introdurre gradualmente criteri capitalistici di voto, che consentissero di istituire una più equilibrata corrispondenza tra partecipazione al rischio di impresa e diritti di voto e, al tempo stesso, consentissero di limitare il rischio di concentrazione di diritti di voto in capo a singoli individui¹⁰. Da qui, la previsione di sistemi “ibridi” di voto, nel

1994, 10, 15; T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, Giuffrè, 1962, 56; J. GUILLERY, *Des sociétés commerciales en Belgique*, t. II, II ed., Bruxelles, Bruylant, 1882, 330 ss.; C. PETIT, *Historia del Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2016, 329 ss.

⁷Le compagnie inglesi erano descritte come aggregazione di individui che condividevano uno scopo comune, ossia la partecipazione ai profitti derivanti dall'impresa, e come enti a carattere essenzialmente democratico, con una centralità assoluta dell'assemblea, concepita come organo sovrano e incaricata di assumere le decisioni più rilevanti, destinate poi ad essere attuate dagli amministratori: sul punto, v. tra gli altri, J.D. TURNER, *The Development of English Company Law before 1900*, in H. WELLS (ed.), (nt. 2), 121, 124 ss.; S. WILLISTON, *History of the law of business corporations before 1800 (I)*, in 2 *Harvard L. Rev.*, 1888, 105, 108-110; nonché A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 ss.

⁸Sul punto, v. soprattutto C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats: Nineteenth-century Shareholder Voting Rights and Theories of the Corporation*, in K. LIPARTITO, D.B. SICILIA (eds.), *Constructing Corporate America. History, Politics, Culture*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 68-93.

L'opportunità di mantenere la regola di voto capitario era sostenuta anche in giurisprudenza: «every corporator, every individual member of a body politic, whether public or private, is prima facie entitled to equal rights [...] A man with a share is as much a member as a man with fifty». Così *Taylor v. Griswold* (1834) 14 N.J. 222, oggetto di approfondita analisi in C.A. DUNLAVY, *Social Conceptions of the Corporation: Insight from the History of Shareholder Voting Rights*, in 63 *Wash. & Lee L. Rev.*, 2006, 1347, 1368-1374.

⁹Cfr. S. WILLISTON, *History of the Law of Business Corporation before 1800. (II)*, in 2 *Harv. L. Rev.*, 1888, 149 ss., che, a proposito delle prime *corporation* americane, affermava: «The units of which the corporation was composed were still considered to be the members, as is the case in municipal corporations and guilds – not the shares, as is the case in the modern joint-stock corporation» (156).

¹⁰Cfr. G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in 30 *Cardozo L. Rev.*, 2008, 445, 470-471.

segno del bilanciamento tra criteri democratico-capitari e criteri capitalistici puri: tra questi, l'adozione obbligatoria di sistemi di voto scalare, la previsione di soglie massime di voto individuale, o ancora l'applicazione del criterio capitalistico per alcune decisioni (tipicamente, la nomina degli amministratori), e il ricorso al voto capitario, per le altre¹¹.

L'affermazione del principio capitalistico una azione/un voto si realizzò compiutamente, sul piano legislativo, solo a partire dalla seconda metà dell'Ottocento¹² e fu dovuta essenzialmente a due fattori: per un verso, la volontà di assecondare le sollecitazioni emerse nella prassi societaria¹³ e, per altro verso, l'esigenza di contrastare l'allora ampia diffusione di azioni prive del diritto di voto¹⁴.

In questo contesto, il criterio di voto "plutocratico" si affermò come criterio legale, destinato a trovare applicazione nel silenzio dei patti sociali, ma comunque derogabile dalle parti, nel contesto di una legislazione societaria, come si accennava, a carattere sostanzialmente dispositivo¹⁵ – fattore che, come si avrà modo di constatare nei paragrafi che seguono, influenzò in modo significativo il giudizio di validità dei patti di voto.

A partire dalla metà dell'Ottocento, il modello di *corporation*, così con-

¹¹ Così riporta L.M. FRIEDMAN, (nt. 3), 161, ove riferimenti specifici alle diverse soluzioni adottate negli *Statutes* del tempo (alle ntt. 56-60).

¹² La legge dello Stato di New York del 1811, relativa alla costituzione di imprese manifatturiere (v. nt. 4), in effetti introduceva la regola del voto capitalistico («Each shareholder shall be entitled to as many votes as he owns shares of stock in the said company»), ma si trattava di una previsione del tutto eccezionale nel panorama legislativo del tempo: così, soprattutto C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 74.

¹³ Cfr. E. SNEED, *The Stockholder May Vote as He Pleases: Theory and Facts*, in 22 *Pittsburg L. Rev.*, 1960, 23, 24; H. HOVENKAMP, (nt. 5), 49-50.

¹⁴ Il principio di una azione/un voto serviva, così, a fissare un rapporto di necessaria corrispondenza tra partecipazione sociale e diritto di voto, tra proprietà dell'azione e diritto di esprimere, direttamente o tramite il sistema delle *proxies*, il voto in assemblea: sul punto, v. S.M. BAINBRIDGE, *The Short Life and Resurrection of the SEC Rule 19c-4*, in 69 *Washington Univ. L. Quar.*, 1991, 569.

¹⁵ Per es., il New Jersey Act del 1841, relativo all'*incorporation* di imprese manifatturiere, introduceva come criterio legale il principio una azione/un voto, lasciando però all'impresa la scelta di una diversa opzione a livello statutario. Regola analoga venne inserita nell'Act del 1849, che si applicava indistintamente a tutte le attività economiche. Ancora, nello Stato di New York venne mantenuto il criterio capitalistico e venne anzi esteso, nel corso degli anni '40 e '50 dell'Ottocento, a tutte le attività economiche. Il processo proseguì nel corso dell'Ottocento, cosicché tra la fine dell'Ottocento e i primi del Novecento il criterio plutocratico divenne la regola: per riferimenti specifici sul punto, v. ancora C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 79-83.

notato e di libera costituzione, si diffuse ampiamente nella prassi, anche per via di una congiuntura economica particolarmente favorevole, nel segno di una forte crescita in gran parte trainata dagli investimenti in infrastrutture e reti di trasporti, nonché dal contestuale sviluppo del settore bancario e finanziario¹⁶.

Proprio lo sviluppo del mercato dei capitali contribuì a ridefinire, in concreto, il modello di *corporation*: con il crescere degli investimenti finanziari, si determinò un progressivo effetto di polverizzazione e dispersione del capitale sociale, cosicché, già alla fine dell'Ottocento, la *corporation* si presentava non più come aggregazione di soci, ma piuttosto come aggregazione di capitali con destinazione produttiva¹⁷, all'interno della quale il socio appariva come mero titolare di una frazione di quel capitale; da qui, anche l'emergere, *in nuce*, di un effetto di spostamento del potere decisionale, nelle imprese di grandi dimensioni, dagli azionisti agli amministratori¹⁸.

In questo contesto, caratterizzato dalla presenza di grandi società di capitali con ampia base sociale e dall'affermazione del diritto dell'azionista di partecipare alle decisioni sociali in proporzione alla quota di capitale detenuta, emerse il ricorso a strumenti di coordinamento per l'esercizio del voto e, quindi, la prima casistica in materia di validità degli accordi di voto.

3. Gli strumenti di coordinamento contrattuale per l'esercizio del diritto voto.

Negli Stati Uniti, il coordinamento "parasociale" per l'esercizio del diritto di voto si realizzò, in principio, mediante il ricorso a strumenti analoghi a quelli adottati nell'Europa continentale e nel Regno Unito, ossia accordi di voto semplici (c.d. *voting agreement* o, più in generale, *shareholder agreement*),

¹⁶ Cfr. S.J. DAVIES, *Essays in the Earlier History of American Corporation*, vol. I, Oxford, Oxford University Press, 1917, 102 ss. e 109 ss.

¹⁷ Con l'adozione, a livello legislativo, del principio di voto proporzionale (alla partecipazione al capitale) giunse pienamente a compimento il passaggio evolutivo della *corporation* da ente a finalità multiple e ibride a ente funzionale alla massimizzazione dei profitti: così, E. SNEED, (nt. 13), 25.

¹⁸ Sul punto, v. ancora C.A. DUNLAVY, *From Citizens to Plutocrats*, (nt. 8), 69-72. Le radici del fenomeno di separazione della proprietà azionaria dal controllo dell'impresa, compiutamente elaborato in dottrina nel corso degli anni '30 del Novecento (v. *infra*, § 5), risalgono, secondo l'a., agli anni '80 dell'Ottocento, anche se il fenomeno appariva allora più sfumato, perché spesso erano gli stessi azionisti rilevanti a sedere nel *board*.

con cui gli azionisti convenivano di concordare prima dell'assemblea la comune decisione di voto, oppure accordi più complessi, che implicavano la messa in comune delle partecipazioni azionarie per l'esercizio coordinato dei diritti sociali, tra cui quello di voto (c.d. *pooling agreement*), normalmente al fine ultimo di costituire o rafforzare posizioni di controllo congiunto dell'impresa¹⁹.

Tali forme di accordo, a quanto consta, non sollevarono dubbi in ordine alla loro legittimità di principio: inserendosi in un contesto contrattuale in senso stretto, governato dal principio della *freedom of contract*, essi vennero percepiti – in linea con l'approccio inglese²⁰ e in netta contrapposizione con le tendenze allora dominanti nell'Europa continentale²¹ – come mero strumento per l'esercizio in forma coordinata di diritti che il socio avrebbe potuto legittimamente esercitare in forma individuale²². La giurisprudenza americana in materia si sviluppò, quindi, direttamente come giudizio sulla validità in concreto dello specifico accordo oggetto di controversia, ossia sulla compatibilità del-

¹⁹ Cfr. C.W. WILLARD, *Pooling Contracts and Public Policy*, in 31 *Am. L. Rev.*, 1897, 236; L.C.B. GOWER, *Building Societies and Pooling Agreements*, in 3 *Modern L. Rev.*, 1939, 33 ss.; nonché G. COTTINO, (nt. 3), 55 ss.

²⁰ Nella tradizione inglese, la concezione del diritto di voto come “*property right*” e la riconduzione della partecipazione sociale a finalità di profitto dirette (anziché mediate dalla realizzazione dell'interesse sociale), hanno certamente influenzato il giudizio in materia di legittimità dei patti di voto, supportando il convincimento che tali accordi fossero di per sé legittimi, in quanto meramente strumentali all'esercizio di diritti disponibili e a connotazione patrimoniale (cfr., tra gli altri, F.B. PALMER, *Company Law*¹⁰, Londra, Stevens & Sons, 1916, 170; nonché E. SELIGMAN, *The Relation of Law to the Modern Developments in Property Ownership*, in 11 *Proceedings of the Academy of Political Science*, 1925, 88 ss.). L'assolutezza di tale convincimento si coglie nettamente anche sul piano giurisprudenziale: anche le prime sentenze in materia si limitano a dare conto della legittimità di principio dei patti di voto, senza ricorrere ad accurate motivazioni o alla confutazione di tesi contrarie. Cfr. *Welton v. Saffery* (1897) AC 229: «of course, individual shareholders may deal with their own interests by contract in such way as they may think fit». Il precedente è citato in C.A. RILEY, *Vetoes and Voting Agreements: Some Problem of Consent and Knowledge*, in 44 *N. Ireland Legal Q.*, 1993, 48.

²¹ Negli Stati dell'Europa continentale, la giurisprudenza era invece saldamente ancorata all'idea opposta, di nullità *per se* dei patti di voto: v., tra gli altri, anche per riferimenti giurisprudenziali, G. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*², Parigi, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951, 443, W. ZLUHAN, *Abstimmungs-Vereinbarungen des privaten Gesellschaftsrechtes*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, 1928, 63 ss., A. WEILLER, *Oggetto e validità dei sindacati azionari di amministrazione*, in *Riv. bancaria*, 1926, 136 ss.

²² Così, tra gli altri, M.J. SHUMAKER, *Securities Regulation – Securities Exchange Act of 1934 – Voting Trust Regulated under Sect. 14(a) – Greater Iowa Corp. v. McLendon*, in 9 *Boston College L. Rev.*, 1968, 521-522.

l'accordo con i vincoli imperativi espressi dalla *corporate law* o dalle norme in materia contrattuale²³.

La riconduzione dei patti di voto a una matrice contrattuale pura certamente favorì il ricorso a tali forme di accordo, garantendone la legittimità di principio; quella stessa matrice, tuttavia, ne lasciò emergere, ben presto, un profilo di strutturale debolezza: tali accordi risultavano, infatti, fisiologicamente instabili, giacché il socio, pur vincolato contrattualmente, rimaneva comunque libero di esprimere in assemblea un voto difforme da quello convenuto, fatto salvo l'obbligo di risarcire il danno eventualmente subito dagli altri contraenti. La giurisprudenza in materia di patti di voto fu, infatti, percorsa, sin dal suo nascere, dal convincimento di inapplicabilità di rimedi in forma specifica in caso di inadempimento dell'accordo²⁴.

Anche il ricorso a *proxy* di voto, diffuse negli Stati Uniti sin dalla prima metà dell'Ottocento²⁵, contribuiva solo marginalmente a rafforzare la stabilità del vincolo contrattuale, giacché il socio avrebbe potuto, in ogni momento, revocare la delega, anche mediante comportamento concludente – tipicamente, con la partecipazione diretta del socio in assemblea²⁶.

L'instabilità del vincolo, e più ancora la consapevolezza di tale instabilità, problematiche già nel caso di coordinamento a carattere puntuale – perché di fatto lasciavano incerto l'esito del voto, fino all'effettivo svolgimento dell'as-

²³ Cfr. H.W. BALLANTINE, *Voting Trusts, Their Abuses and Regulation*, in 21 *Texas L. Rev.*, 1942, 142-143.

Si tratta di un appoggio che, in Europa, prese compiutamente corpo soltanto negli anni '60 del Novecento, con la novella all'*Aktiengesetz* del 1965 e l'introduzione, al § 136, al. 3, di norme in materia di patti di voto, che ne riconoscevano la legittimità e ne individuavano specifiche cause di invalidità: v., sul punto, F. VON GODIN, H. WILHELMI, *Aktiengesetz vom 6. September 1965- Kommentar*⁴, Berlino, De Gruyter, 1971, t. 1, 790 ss.

²⁴ Si trattò di una sorta di dogma, di dubbia origine, ma che trovò conferma, seppure in forma di *obiter dictum*, una sentenza di fine Ottocento, che sembrava escludere la possibilità di ricorrere a *specific performance remedies* in caso di violazione di patti di voto: cfr. *Gage v. Fisher* (1895) 5 N.Dak. 297, 65 N.W.Rep., 809, 812, riportato tra gli altri in C.W. WILLARD, (nt. 19), 236.

²⁵ Non è certo quando lo strumento della *proxy* di voto, ignoto alla tradizione di *common law*, sia emerso nella prassi societaria americana; tuttavia, sin dalla metà dell'Ottocento il ricorso a tale strumento era documentato come ordinario, al punto che in diversi Stati furono introdotte norme interne a disciplina del fenomeno: sul punto, v. L. HORTON, *Voting Trusts in Corporations*, Cornell Law School, Historical Theses and Dissertation Collection, 1896, 1.

²⁶ Sul punto, W. LILIENTHAL, *Corporate Voting and Public Policy*, in 10 *Harvard L. Rev.*, 1897, 428, 430. Il tenore revocabile delle *proxy* trovò espressa conferma in *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) 115 Cal. 585, cit. tra gli altri in L. PROCTOR THOMAS, *Irrevocable Proxies*, in 43 *Texas L. Rev.*, 1965, 733, 743.

sembra – apparvero da subito strutturalmente incompatibili con l’obiettivo di coordinamento stabile e di lungo periodo, finalizzato all’esercizio del controllo societario.

Per rafforzare il vincolo di voto e limitare, se non addirittura neutralizzare, il rischio di inadempimento, si cominciò a fare ricorso a uno strumento tipico della tradizione di *common law* – il *trust*²⁷: la proprietà delle azioni e l’esercizio dei diritti amministrativi venivano trasferiti, per un certo periodo di tempo, a uno o più *trustees*, incaricati di esercitare il voto secondo le modalità definite nell’accordo costitutivo di *trust*; gli azionisti conferenti, in qualità di “*beneficial owner*”, rimanevano titolari dei diritti patrimoniali associati alla partecipazione azionaria e, nel caso di *company trust*, ottenevano il rilascio di un titolo rappresentativo della partecipazione (il c.d. “*trust certificate*”), liberamente trasferibile²⁸.

Voting trust così strutturati consentivano di realizzare un coordinamento di voto stabile e potenzialmente di lungo periodo (anche perché non necessariamente associato a una immobilizzazione finanziaria, dato il regime di autonoma circolazione dei *trust certificate*), perciò funzionale a garantire stabilità negli assetti di controllo e di governo dell’impresa. Tali caratteristiche contribuirono alla diffusione dei *voting trust* nella prassi societaria e al conseguente scrutinio giurisprudenziale, che investì, in questo caso, anche il profilo della validità di principio.

4. *I voting trust nell’esperienza americana: finalità perseguite e giudizio di legittimità.*

Nell’esperienza americana, il giudizio circa la legittimità di principio e la validità in concreto dei *voting trust* presentò un andamento sostanzialmente oscillatorio, che alternava giudizi piuttosto permissivi a valutazioni radicalmente negative e appariva fortemente condizionato dal riscontro dell’uso in concreto di tale strumento nella prassi societaria e dalle finalità perseguite.

Tale processo si sviluppò nel corso dei decenni, a partire dalla seconda metà dell’Ottocento, intersecando momenti salienti della storia economica americana e contribuendo ad influenzare i processi legislativi.

²⁷ Per un’approfondita analisi dell’istituto, anche in chiave storica, v. J. MORLEY, *The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History*, in 116 *Columbia L. Rev.*, 2016, 2144 ss.

²⁸ V. tra gli altri S.E. BALDWIN, *Voting-Trusts*, in 1 *Yale L. J.*, 1891, 1 ss. Sul fenomeno si tornerà, più diffusamente, nei paragrafi che seguono.

4.1. *Gli anni '60 e '70 dell'Ottocento. La meritevolezza delle finalità perseguite e la legittimità di principio dei voting trust.*

Il ricorso ai *trust* di voto in funzione rafforzativa di *pooling agreements*, al fine di arginare il rischio di inadempimento e limitare l'instabilità del vincolo contrattuale, si ritiene risalga almeno alla prima metà dell'Ottocento²⁹. La prima traccia di *voting trust* nella giurisprudenziale americana risale, invece, al 1867 e si riferisce a un'azione promossa, a ridosso dell'assemblea, da un gruppo di soci, i quali chiedevano che fosse inibito al *trustee* l'esercizio del diritto di voto, sostenendo l'illegittimità dell'accordo di *trust* sottostante³⁰.

In questa sentenza, come anche in quelle emesse negli anni immediatamente successivi, i giudici non ravvisarono profili di illegittimità di principio nel ricorso ai *voting trust*, e anzi rigettarono, come espressive di condotte opportunistiche, le azioni giudiziali con le quali i soci di minoranza tentavano di invalidare il *trust*³¹.

Sul giudizio, tendenzialmente permissivo, che connotò la prima casistica in materia, probabilmente pesò il riscontro degli scopi in concreto perseguiti mediante la costituzione di *voting trust*.

A tale strumento, invero, si fece ampio ricorso, specialmente negli anni '70 dell'Ottocento, nel contesto di operazioni di risanamento delle imprese, e in particolare di quelle attive nel settore ferroviario, al tempo interessate da un grave stato di indebitamento: gli azionisti di maggioranza della o delle società coinvolte trasferivano le proprie partecipazioni in un *trust*, gestito dalla banca finanziatrice, la quale esercitava, per il tramite di *trustee* di propria fiducia, il diritto di voto relativo alle partecipazioni conferite, normalmente fino all'estinzione del debito. In tal modo, il soggetto finanziatore acquisiva il controllo temporaneo della/e impresa/e, nominandone gli amministratori e definendone, per tale via, le politiche di gestione e di risanamento³². Il *trust* diventava,

²⁹ Così riporta A. LEAVITT, *The Voting Trusts*, New York, Columbia University Press, 1941, 18-20.

³⁰ Le fonti individuano come primo precedente in materia il caso *Brown v. Pacific Mail S.S. Co.* (1867) Cir. Ct. NY, 5 *Blatch*, 525, Fed. Ca. N. 2025. Si trattava di un *trust* di durata quadriennale, che prevedeva l'attribuzione al *trustee* del potere di assumere la decisione di voto ed esprimerla in assemblea – *trust* che, secondo i giudici, non presentava profili di illegittimità. Una accurata sintesi del caso può leggersi in S.E. BALDWIN, (nt. 28), 10-11.

³¹ Così N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, *Voting Trusts and Antitrust: Rethinking the Role of Shareholder Litigation in Public Regulation, from the 1880s to the 1930s*, in 39 *L. & History Rev.*, 2021, 575-579, 583.

³² H.A. CUSHING, *Voting Trust. A Chapter in Recent Corporate History*, New York, Mac-

quindi, uno strumento di accesso al credito bancario, necessario per evitare il *default* delle imprese.

Al *voting trust* si faceva, poi, ricorso per la costituzione e la stabilizzazione di posizioni di controllo societario congiunto, specialmente in quelle società a proprietà piuttosto concentrata, nelle quali la presenza di azionisti individualmente marginali faceva sorgere il rischio di conflitti o di stallo decisionale³³.

In questo contesto, l'adozione di un istituto della tradizione di *common law* per la realizzazione uno scopo (il coordinamento per l'esercizio del diritto di voto) ritenuto di per sé legittimo³⁴ e per il conseguimento obiettivi finali (quali il risanamento dell'impresa o la stabilizzazione del controllo societario) evidentemente meritevoli di tutela, se non addirittura desiderabili (in quanto in grado di realizzare non solo l'interesse degli stipulanti, ma anche quello dei creditori e, più in generale, degli *stakeholder*³⁵), non suscitò nell'immediato alcun dubbio di legittimità.

4.2. *Gli anni '80 e '90 dell'Ottocento. Il ricorso al voting trust come strumento di "consolidation" per il perseguimento di finalità anticoncorrenziali.*

L'approccio giurisprudenziale ai *voting trust* mutò intorno agli anni '80 dell'Ottocento, al tempo della c.d. "seconda rivoluzione industriale", quando i significativi miglioramenti nel sistema dei trasporti e nelle tecnologie produttive, uniti a una forte crescita demografica, segnarono il definitivo passaggio da una economia a base rurale a un'economia a base industriale³⁶. La

Millan, 1915, 4 ss. ove anche numerosi esempi di *trust* di risanamento che coinvolgevano imprese ferroviarie. Tale forma di utilizzo dei *voting trust* venne ben presto esteso ad altri settori – dal manifatturiero, all'industria alimentare, ai trasporti marittimi: così, tra gli altri, A. LEAVITT, (nt. 29), 112-114.

³³ Si trattava, in questo caso, di *voting trust* in funzione di stabilizzazione di *pooling agreements*, i quali presentavano, di norma, una durata piuttosto lunga: l'*Atlantic and Pacific Trust*, per es., venne istituito nel 1880 e prorogato fino al 1937. Sul punto, v. ancora H.A. CUSHING, (nt. 32), 6-8.

³⁴ «It is generally held that shareholders may agree to vote their shares as a unit for the election of directors»: così, H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 142, a proposito della prima giurisprudenza in materia di *voting trust*.

³⁵ Così, tra gli altri, N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 572.

³⁶ Il tema è diffusamente affrontato dagli storici dell'economia: si vedano, tra gli altri, J. ATACK, P. PASSEL, *A New Economic View of American History*², New York-London, Norton,

maggior fluidità degli scambi commerciali ebbe l'effetto di dilatare i mercati, di ampliare l'offerta a disposizione dei consumatori e, per tale via, di stimolare la concorrenza tra imprese. Ne conseguì una marcata riduzione dei prezzi, e quindi dei profitti, che indusse imprese indipendenti a coordinarsi tra loro per disciplinare la produzione e definire in modo concertato il prezzo di mercato³⁷.

L'allineamento strategico venne allora raggiunto ricorrendo a *trust*, anziché a strumenti contrattuali puri. Questi, infatti, apparivano piuttosto instabili tanto sotto il profilo strutturale, in quanto esposti al rischio di inadempimento dell'accordo, e quindi di disallineamento strategico dallo schema collusivo, quanto sotto il profilo giuridico, giacché nella tradizione di *common law* i contratti idonei a realizzare un *restraint of trade* erano di per sé qualificati come *unenforceable*³⁸.

Per converso, il *trust* di voto consentiva di realizzare un'aggregazione stabile di nuclei produttivi, tale da dar luogo, nella sostanza, a un'unica entità economica, gestita da un *trustee*³⁹. Si realizzavano, così, effetti di consolidamento non dissimili, nella sostanza, da quelli propri del gruppo di imprese – in un contesto, però, nel quale il ricorso a strutture di gruppo, o anche il mero acquisto di partecipazioni di società in altra società, erano ancora vietate⁴⁰ – o da quelli realizzabili mediante più complesse procedure di fusione – le quali, pur non vietate, erano significativamente ostacolate dalla previsione, nelle

1994, 191 ss.; R.E. GALLMAN, *Economic Growth and Structural Change in the Long Nineteenth Century*, in L. ENGERMAN, R.E. GALLMAN (eds.), *The Cambridge Economic History of the United States*, vol. II, *The Long Nineteenth Century*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008, 1 ss.; D. LINDSTROM, *Macroeconomic Growth: The United States in the Nineteenth Century*, in 4 *J. Interdisciplinary History*, 1983, 679 ss.

³⁷ V. per tutti, R.J.R. PERITZ, *Competition Policy in America. History, Rhetoric, Law*², Oxford, Oxford University Press, 2000, 17 ss.

³⁸ Così, J. WALKER, *Pooling Agreements in Restraint of Trade*, in 13 *Insurance L. J.*, 1884, 854 ss., a commento della sent. *Metzger v. Cleveland*, emessa nel 1883 dalla *Superior Court of Marion County* (Indiana).

³⁹ Cfr. W.D. COLLINS, *Trusts and the Origins of Antitrust Legislation*, 81 *Fordham L. Rev.*, 2013, 2279, 2315-2316.

⁴⁰ Solo nel 1889, con l'adozione in New Jersey della nuova *corpportate law*, si cominciò a riconoscere come legittimo l'acquisto di partecipazioni sociali da parte di altre società e, quindi, la possibilità di costituire gruppi di imprese. In un contesto di fisiologica concorrenza tra ordinamenti statali, tale regola, particolarmente attrattiva degli investimenti perché rispondente all'esigenza di consolidamento delle imprese, venne presto fatta propria da tutti gli stati federati: per riferimenti sul punto, si fa rinvio, tra gli altri, a H. WELLS, *The Modernization of Corporation Law, 1920-1940*, in 11 *Univ. Pennsylvania L. Rev.*, 2009, 583 ss.

norme statali di *corporate law*, di super-maggioranze, se non addirittura di criteri unanimistici, per l'adozione delle relative deliberazioni⁴¹.

Non stupisce, allora, che negli anni della c.d. "merger wave" il *trust* apparisse come lo strumento più efficace per realizzare effetti sostanzialmente concentrativi, senza ricorrere a una procedura di fusione⁴² e, al contempo, senza realizzare una aggregazione cartellistica potenzialmente idonea a impingere nei divieti antitrust, già adottati da diversi Stati federati e anticipatori dei contenuti dello Sherman Act⁴³.

L'affermarsi dei *trust* nella realtà economica del tempo e l'aggregazione di potere economico che essi realizzarono indussero, com'è noto, il legislatore federale ad adottare una legislazione antimonopolistica in senso moderno⁴⁴.

Questa ebbe sì l'effetto di contenere o sanzionare le condotte di *monopolization* realizzate dal *trust* (e quindi, condotte individuali distorsive della concorrenza), ma non intaccò il ricorso al *trust* come strumento di aggregazione stabile di imprese. La legislazione antimonopolistica federale, infatti, pur menzionando nella sect. 1 le «combinations in restraint of trade», in realtà vietava gli accordi con finalità anticoncorrenziali realizzati da entità economiche tra loro indipendenti, e non quegli accordi con i quali più imprese si combinavano in forma stabile, dando luogo a un'unica entità economica. Né sarebbe risultata ammissibile un'interpretazione elastica del divieto, fino a coprire le operazioni di concentrazione, perché difficilmente compatibile con la natura penalistica di quelle norme e perché probabilmente percepita come ingiustificabile restrizione alla *freedom of contract* e al diritto di proprietà⁴⁵.

Invero, secondo alcuni, fu proprio l'entrata in vigore dello Sherman Act che, limitando la convenienza del coordinamento cartellistico, incentivò la *combination* stabile di imprese mediante il ricorso a quello strumento – per

⁴¹ Così, da ultimo W.D. COLLINS, (nt. 39), 2307-2309. Nella tradizione di *common law*, la realizzazione di operazioni di fusione richiedeva il consenso unanime degli azionisti; tale regola subì un primo temperamento nel 1888 quando, sempre in New Jersey, si introdusse un criterio di maggioranza qualificata (dei due terzi), poi fatto proprio da altri stati (tra cui, nell'immediato, Massachusetts, Illinois e California): così riportano N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 578.

⁴² Una descrizione del fenomeno concentrativo tra la fine dell'Ottocento e i primi anni del Novecento può leggersi in H. HOVENKAMP, (nt. 5), 241 ss.; nonché in S.P. HAY, *The Social Analysis of American Political History 1880-1920*, in *Pol. Science Quarterly*, 1965, 381 ss.

⁴³ Cfr. sul punto G.J. STIGLER, *The Origin of the Sherman Act*, in 14 *J. Legal Studies*, 1985, 1 ss., e spec. 7 ss.

⁴⁴ V. per tutti, R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 27 ss.

⁴⁵ Così, ancora R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 38-39.

l'appunto, il *trust* – che, al tempo, si presentava come il più efficace e conveniente rispetto allo scopo⁴⁶.

In questo scenario, il *voting trust* si affermò nella prassi come strumento di elusione dei vincoli normativi, adottato per conseguire extra-profitti concorrenziali, al riparo dal rischio di azioni antitrust, in una fase storica nella quale mancavano leggi federali per la disciplina antitrust delle concentrazioni⁴⁷.

4.3. *La giurisprudenza di fine Ottocento. L'emersione della questione di legittimità di principio dei voting trust.*

L'intensificarsi del ricorso ai *voting trust* nella prassi societaria comportò un corrispondente incremento anche della giurisprudenza in materia, che si orientò, alla fine dell'Ottocento, su posizioni ben più restrittive di quelle emerse in precedenza.

Verosimilmente, al radicale mutamento di orientamento – che si spinse fino a negare la legittimità di principio dei *voting trust* – contribuì in modo determinante l'osservazione dell'uso in concreto dello strumento del *trust*, spesso associato a finalità illecite, elusive o fraudolente⁴⁸. Da qui, la volontà di intervenire con efficaci strumenti correttivi: un giudizio di illegittimità di principio, sostenuto da argomenti di carattere strutturale relativi al *trust*, appariva senz'altro adeguato rispetto allo scopo.

Si cominciò, così, a sostenere che il diritto di voto, attribuito al socio per la realizzazione di interessi sociali, non potesse essere separato dalla proprietà delle azioni e trasferito stabilmente a un soggetto (il *trustee*) privo interesse diretto nell'impresa: «[t]he law presumes that the pecuniary interest of a stock-holder will be a motive to impel him to vote in such a manner it will promote the interest of a company. Such a motive is entirely lacking in one who is not a stockholder – if such a person be empowered to vote for direc-

⁴⁶ Cfr. ancora H. HOVENKAMP, (nt. 5), 423, che così chiosava: «if you want to avoid Sherman Act prosecution, form “tight” combination rather than cartels».

⁴⁷ Così ancora N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 570 ss.,

⁴⁸ Cfr. C. BURKE, *Voting Trusts Currently Observed*, in *Minnesota L. Rev.*, 1940, 349; nonché M. FINKELSTEIN, *Voting Trust Agreements*, in *24 Mich. L. Rev.*, 1924, 344, 351-352, il quale osservava: «the word “trust” has been associated in the minds, even of jurists, with schemes to defraud the public [...]. Law which is made by judges often reflects popular waves of thought [...] That the popular animosity to “trusts” should have had its effect on the treatment of “voting trust agreements” by the courts is therefore not to be wondered at».

tors, he may be subject to interests and motives other than such as would conduce to the welfare of the company»⁴⁹.

In altri termini, si riteneva che solo l'attribuzione del diritto di voto al soggetto titolare di un interesse economico diretto nell'impresa potesse assicurare la migliore realizzazione dell'interesse sociale⁵⁰: «the power to vote is inherently annexed and inseparable from the real ownership of each share, and can only be delegated by proxy with power of revocation»⁵¹.

In questo contesto, i *voting trust* – che implicavano per definizione la separazione del diritto di voto dagli altri diritti sociali e l'attribuzione del primo, per tutta la durata del *trust*, a un soggetto di per sé estraneo alla compagine sociale, chiamato a realizzare gli obiettivi del *trust*, e non necessariamente l'interesse sociale – apparivano come strumento di violazione dei doveri “fiduciari” propri del socio, tra cui, per ciò che qui rileva, quello di esercitare il diritto di voto *in the best interest of the corporation*⁵².

Da qui, la conclusione di illegittimità *per se* del *voting trust*, per contrasto con *public policy*⁵³, giudizio che – a quanto consta – non si estese anche agli accordi di voto semplici (*voting agreement* o *pooling agreement*)⁵⁴, a riprova del fatto che l'elemento di incompatibilità con l'ordine pubblico era ravvisato,

⁴⁹ V. *Hafer v. NYLE* (1885) 14 Ohio W.L.B. 68, cit. in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 366-367. In senso analogo, v. *Shelmerdine v. Welsh* (1890) 47 L.I. Phila. C.P. 26 (citata tra gli altri in C.H. BURR Jr., *The Validity of Voting Trust Provisions in Recent Railroad Reorganizations*, in 44 *American L. Register and Rev.*, 1896, 413, 424), a proposito di un *trust* creato per il risanamento della Reading Railroad, nel quale si prevedeva l'attribuzione di penetranti poteri decisionali a un *board* di *trustees*. A ridosso dell'assemblea, uno degli azionisti estranei al *trust* si rivolse al giudice, chiedendo che fosse inibito ai *trustee* l'esercizio del voto. In quell'occasione, i giudici rigettarono la richiesta, ma allo stesso tempo sottolinearono l'illegittimità di una separazione stabile del diritto di voto dai diritti patrimoniali: «the person who votes must, consequently, be an owner».

⁵⁰ Cfr. *Bostwick v. Chapman* (1890) 60 Conn. 553, 24 Atl. 32 e, in senso cnf., *Cone v. Russell* (1891) 48 N.J. Eq. 208, 21 Atl. 874, entrambi citati, tra gli altri, in C.W. WILLARD, (nt. 19), 238-239, e in M. SMITH, *Limitation on the Validity of Voting Trusts*, in 22 *Columbia L. Rev.*, 1922, 627-628, cui si rinvia per ulteriori riferimenti giurisprudenziali (alla nt. 3).

⁵¹ Così in *Harvey v. Linville Imp. Co.* (1896) 118 N.C. 693 S.E. 489, cit. in J.W. LILIEN-THAL, (nt. 26), 130.

⁵² Cfr. G.S. ALEXANDER, *The Transformation of Trusts as a Legal Category, 1800-1914*, in 5 *Law & History Rev.*, 1987, 303 ss. e spec. 322-336.

⁵³ Per un elenco dei non numerosi (se si considera la diffusione dei *voting trust* nella prassi societaria) casi in materia, con indicazione anche degli esiti della sentenza, v. rinvia all'appendice all'articolo di N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 598-600.

⁵⁴ Così riferisce C.W. WILLARD, (nt. 19), 236.

essenzialmente, nel carattere non meramente transitorio e non agevolmente reversibile (almeno per la durata del *trust*) della separazione del diritto di voto dalla persona del socio⁵⁵.

Tale approccio – di nullità *per se* dei *voting trust* per contrasto con ordine pubblico – riecheggia quello sostenuto dalla giurisprudenza europea del tempo, anch'esso ancorato alla concezione del diritto di voto come diritto-funzione, attribuito al socio per la realizzazione dell'interesse sociale⁵⁶. Tuttavia, la giurisprudenza europea arricchiva la tesi della nullità di argomenti ulteriori, collegati all'effetto di alterazione del procedimento assembleare e alla violazione indiretta del principio maggioritario, propri dei patti di voto, e specialmente di quelli non deliberanti all'unanimità⁵⁷. Tali argomenti rimasero, invece, estranei alla giurisprudenza americana, verosimilmente per il carattere *enabling* del diritto societario statale, in contrapposizione alla forte imperatività che connotava le legislazioni europee ottocentesche.

Inoltre, laddove in Europa la valutazione di illegittimità di principio degli accordi di voto appariva granitica, negli Stati Uniti, invece, continuavano a registrarsi posizioni più flessibili e permissive che, in linea con la prima giurisprudenza in materia, operavano un apprezzamento di meritevolezza in concreto del *trust*, alla luce degli obiettivi perseguiti e degli effetti realizzati, per concludere nel senso della validità o meno dello specifico accordo.

Ciò portò, per es., a giudicare come legittimo un *voting trust* costituito per lo sviluppo di un brevetto⁵⁸ o quelli con i quali, in presenza di un forte indebi-

⁵⁵ Cfr. J.W. LILIENTHAL, (nt. 26), 431-432.

⁵⁶ Sul punto, v., anche per riferimenti giurisprudenziali, V. SALANDRA, *Liceità dei patti relativi al voto nelle assemblee delle anonime*, in *Annuario dir. comparato*, 1937, II, 76 ss.; H. BOSVIEUX, *Des conditions restrictives de la liberté du droit de vote dans les assemblées générales des sociétés commerciales par actions*, in *Jour. Sociétés*, 1939, 66 ss.

⁵⁷ Sul punto, v., oltre ai contributi citati nella nt. precedente, anche in L. MAEYENS, P. ROOSE, *Syndicats d'actionnaires de société anonyme. Restriction à la cession des actions – Pacte de votation*, in *Rev. pratique sociétés civiles commerciales*, 1964, 62 ss.; C. FREYRIA, *Étude de la jurisprudence sur les conventions portant atteinte à la liberté du vote dans les sociétés*, in *Rev. droit comm.*, 1951, 421 ss.; P. VAN OMMESLAGHE, *Les conventions d'actionnaires en droit belge*, in *Rev. pratique soc.*, 1989, 289 ss.; J. DOHM, *Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire*, Genève, Librairie de l'Université, 1971, 11 ss.

⁵⁸ Cfr. *White v. Thomas Inflatable Tire Company* (1892) 52 N.J. Eq. 178, cit. tra gli altri da C. BURKE, (nt. 48), 351.

Nello specifico, un inventore e un certo numero di finanziatori avevano convenuto di costituire una società nella quale l'inventore avrebbe conferito il brevetto e ottenuto la maggioranza delle azioni, in modo da trattenere la quota maggiore degli utili derivanti dallo sfruttamento del brevetto stesso, mentre gli altri soci avrebbero partecipato apportando i fondi necessari a svi-

tamento, si attribuiva il controllo temporaneo dell'impresa alla banca finanziatrice, al fine di scongiurare il fallimento⁵⁹. Ancora, in applicazione del medesimo approccio valutativo, si negò la legittimità di un *voting trust* avente l'effetto di concentrare la maggioranza dei voti assembleari in capo a un solo soggetto – fatto, secondo i giudici, mai auspicabile⁶⁰.

Tale approccio, orientato nel senso di un giudizio di validità caso per caso, rimase al tempo minoritario, in un contesto ove invece prevaleva in giurisprudenza la tesi della nullità di principio dei *voting trust*.

Al contempo, però, in alcuni tra gli Stati a economia più avanzata, si cominciò a introdurre una prima disciplina legislativa in materia di *voting trust*, che fece da modello per le legislazioni statali diffusamente adottate nei decenni successivi e, sul piano comparatistico, anticipò di più di mezzo secolo gli interventi legislativi europei in materia patti di voto⁶¹.

In particolare, nello Stato di New York, già nel 1897, si giunse a sancire espressamente la validità di quegli accordi con cui il socio trasferiva ad altri l'esercizio del diritto di voto e a definirne le condizioni di validità, quanto alla forma (necessariamente scritta), alla durata (non superiore al quinquennio) e alla trasparenza (con obbligo di deposito del patto presso la sede sociale e di annotazione del patto sul titolo azionario, onde evitare la formazione di *voting trust* segreti)⁶², con una disciplina che toccava gli elementi sui quali ancora

luppare e valorizzare quel brevetto, e allo stesso tempo riservandosi l'esercizio del potere di controllo della società, pur a fronte di una partecipazione complessivamente minoritaria al capitale. Per realizzare tale assetto, le parti costituirono un *voting trust*, che prevedeva la riserva di nomina degli amministratori in capo agli azionisti di minoranza.

⁵⁹ Si espresso nel senso della legittimità, *Mobile & Ohio R.R. v. Nicholas* (1892), 98 Ala. 92, con il seguente argomento: «tested by any principle of law, legal or equitable, the agreement was not only valid, but fair at least to the corporation, company and stockholders». Il precedente è citato in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 354.

⁶⁰ Così, *Mack v. DeBardeleben Coal & Iron Co.* (1889) 90 Ala. 396, riportata in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 352. Tale posizione rimase confinata a quest'unico precedente, giacché, come si avrà modo di verificare più avanti, uno degli argomenti addotti a sostegno della validità dei *voting trust* fu proprio l'effetto di stabilizzazione degli assetti proprietari e di controllo dell'impresa, da questi derivante.

⁶¹ Il riferimento è soprattutto al § 136 all'*Aktiengesetz* novellato nel 1965 (v. *supra*, nt. 23). Gli interventi normativi precedenti, pure riscontrabili, ebbero tenore essenzialmente negativo: v. al riguardo, l'art. 10 del d.l. 31 agosto 1937, che introduceva, in Francia, la previsione di nullità per tutti gli accordi dispositivi del diritto di voto. Sul punto, v. tra gli altri, H. DECUGIS, *Les modifications apportées au régime des sociétés par actions par les articles 4 et suivants du décret du 31 août 1937*, in *Jour. Sociétés*, 1938, 65 ss., e spec. 83 ss.

⁶² C. BURKE, (nt. 48), 360-361.

oggi si appunta l'attenzione dei legislatori. Norme di identico tenore vennero introdotte, nel 1908, anche nel Maryland⁶³.

Emergeva, in altri termini, una sostanziale eterogeneità di posizioni rispetto alla legittimità dei *voting trust*, divergenza che giunse a composizione ai primi del Novecento.

4.4. *Il primo decennio del Novecento: il riconoscimento della legittimità di principio dei voting trust.*

Gli orientamenti giurisprudenziali più restrittivi in materia di legittimità dei *voting trust*, prevalenti, ma non unanimi, alla fine dell'Ottocento, vennero superati nel giro di pochi anni, in favore di una valutazione caso per caso, che ancorava il giudizio di invalidità non più alle caratteristiche strutturali del *trust*, quanto alle finalità perseguite e agli effetti realizzati.

In questo passaggio evolutivo, due fattori sembrano aver rivestito un ruolo centrale: per un verso, il riscontro dell'utilità in concreto dei *voting trust* e, per altro verso, la scarsa persuasività, anche a livello sistematico, degli argomenti addotti in supporto della tesi di nullità.

Nella prassi societaria dei primi del Novecento, il *voting trust* si andava affermando come strumento versatile per la realizzazione di obiettivi altrimenti difficilmente conseguibili.

Era già nota l'utilità dei *voting trust* come condizione di accesso, o di facilitazione nell'accesso, al credito bancario, giacché tali strumenti garantivano all'ente finanziatore il controllo temporaneo dell'impresa, fino all'estinzione del prestito. Tale formula, già ampiamente sperimentata nell'ambito di operazioni di risanamento dell'impresa in crisi, venne poi efficacemente adottata anche per il finanziamento dell'impresa *in bonis*, volto alla realizzazione di specifici piani industriali⁶⁴.

Inoltre, ai *voting trust* si cominciò a fare ricorso anche per la realizzazione di piani strategici di medio-lungo termine o di rilevanti operazioni gestorie, oppure all'avvio di nuove attività – quando, cioè, per il buon esito dell'operazione era indispensabile la garanzia di stabilità degli assetti di governo dell'impresa. In questi casi, si provvedeva a trasferire il controllo dell'impresa a un *trustee*, incaricato di attuare il piano o realizzare l'operazione concordata⁶⁵.

⁶³ Cfr. H.A. CUSHING, (nt. 32), 94-95.

⁶⁴ W.P. ROGERS, *Pooling Agreements among Stockholders*, in 19 *Yale L. J.*, 1910, 351; M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 350.

⁶⁵ Cfr. M. SMITH, (nt. 50), 630-632; C. BURKE, (nt. 48), 350-351.

Ancora, all'inizio del Novecento, apparve sempre più evidente l'utilità dei *voting trust* come strumento di costituzione, stabilizzazione o rafforzamento del controllo societario⁶⁶: il ricorso a *trust* consentiva, infatti, di predefinire le decisioni strategiche e demandarne al *trustee* la concreta attuazione; in tal modo, si prevenivano situazioni di conflitto tra soci di maggioranza o di stallo decisionale e si garantiva stabilità nella gestione dell'impresa, a beneficio non solo degli azionisti coinvolti, ma della società del suo complesso e dei creditori sociali⁶⁷. Tale argomento ebbe, invero, un peso non secondario nel giudizio di validità dei *voting trust*, data anche la piena consapevolezza dell'importanza della stabilità nella gestione dell'impresa: «a vacillating policy [...] is a real evil, and the “voting trust” is the remedy to which, of late years, there has been frequent resort»⁶⁸.

In altri termini, i benefici conseguibili attraverso i *voting trust* sembravano, ormai, superare i rischi, pure ancora presenti, di un uso del *trust* in funzione elusiva di vincoli normativi – specialmente di quelli relativi alla realizzazione di operazioni di fusione⁶⁹.

Al superamento della tesi di nullità *per se* dei *voting trust* certamente contribuì anche l'intrinseca fragilità degli argomenti elaborati in giurisprudenze per sostenere la contrarietà dei *voting trust* a *public policy*.

Invero, la stessa riconduzione della invalidità al contrasto con *public policy* appariva di per sé poco convincente, giacché nella tradizione di *common law* tale categoria era riferita a poche, specifiche fattispecie, che non ricorrevano nel caso di *trust* di voto⁷⁰.

Allo stesso modo, la concezione del diritto di voto come diritto-funzione, attribuito al socio per la realizzazione dell'interesse sociale ed espressivo di doveri fiduciari del socio verso società, appariva in contrasto con la concezione “patrimonialistica” della partecipazione sociale, che intanto si era affermata come dominante e che portava a ritenere legittimo l'esercizio dei diritti sociali

⁶⁶ Così ancora H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 149.

⁶⁷ Cfr. W.P. ROGERS, (nt. 64), 351; M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 350.

⁶⁸ Così osservava S.E. BALDWIN, (nt. 28), 1.

⁶⁹ Ciò avveniva in una fase storica nella quale le operazioni di concentrazione sfuggivano al controllo antitrust e incontravano limiti soltanto nelle norme societarie dei singoli Stati: sul punto, v. R.J.R. PERITZ, (nt. 37), 43, nonché il § 4.5, *infra*.

⁷⁰ Nello specifico, la nullità per contrasto con *public policy* era predicata con riguardo ad accordi derivanti da atti corruttivi o espressione di turpitudine morale, accordi in contrasto con la pubblica fede o *in restraint of trade* e ancora accordi volti a influenzare una pubblica autorità: così J.W. LILIENTHAL, (nt. 26), 431.

per il conseguimento di vantaggi patrimoniali diretti – e non necessariamente dell’interesse della società – con il solo limite del divieto di atti fraudolenti verso la società o verso le minoranze azionarie⁷¹.

Entro tale cornice teorica, la giurisprudenza cominciò a qualificare il diritto di voto come «a property right and a very valuable right»⁷², in piena adesione alla visione patrimonialistica del diritto di voto che da sempre connotava l’esperienza inglese.

Anche l’argomento della necessaria corrispondenza tra esercizio del diritto di voto e partecipazione sociale appariva poco persuasivo e, anzi, sembrava richiamare una idea archetipica di esercizio (personale) del diritto di voto non più coerente, sul piano sistematico, con la legislazione vigente (che ammetteva, e anzi espressamente disciplinava, tanto il ricorso a *proxy* di voto, quanto l’emissione di azioni senza diritto di voto⁷³), né corrispondente alla realtà delle *corporation* del tempo: in società con centinaia o migliaia di azionisti, l’esercizio su base personale e individuale del diritto di voto sarebbe stato materialmente impraticabile, né poteva ritenersi plausibile che la decisione di voto maturasse in conseguenza del libero dibattito tra azionisti. L’esercizio del diritto di voto avveniva già normalmente in forma delegata, mediante il ricorso a *proxy* o a *proxy committee*, e una quota considerevole, spesso maggioritaria, dei diritti di voto era già espressa da banche e *broker* per conto dei propri clienti-azionisti⁷⁴. Peraltro, sembra che fosse prassi comune provvedere all’aggiornamento del libro-soci solo in occasione del pagamento dei dividendi, cosicché era ben probabile che il diritto di voto fosse esercitato da soggetti non(più)-soci⁷⁵.

In questo contesto, quindi, il *voting trust* non rappresentava certo una anomalia di sistema.

Peraltro, nel suo concreto atteggiarsi, il *trust* sembrava imprimere al diritto di voto degli azionisti una limitazione meno pronunciata di quanto non ci si aspettasse.

⁷¹ Così, tra gli altri, C. BURKE, (nt. 48), 358-358; E. SNEED, (nt. 13), 28.

⁷² Cfr. *Warren v. Pim* (1904), 66 N.J. Eq. 773, cit. in H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 150.

⁷³ Cfr. C. BURKE, (nt. 48), 359, il quale così concludeva: «there is not mystical unity between the voting power and the ownership of stock».

⁷⁴ Cfr. H.A. CUSHING, (nt. 32), 28-30, il quale fornisce anche indicazioni sul numero di azionisti di alcune tra le grandi *corporations* del tempo (per es. 92,225 nella Pennsylvania Railroad Company; 59,415 in American Telephone and Telegraph Company).

⁷⁵ Così riferiscono H.A. CUSHING, (nt. 32), 113-116; E. SNEED, (nt. 13), 28; e v. J.J.W. LI- LIENTHAL, (nt. 26), 431-432.

Risulta, infatti, che solo di rado l'accordo di *trust* prevedesse che la decisione di voto fosse interamente demandata alla discrezionalità del *trustee*; il più delle volte, invece, il *trustee* operava come mero portavoce della volontà di voto dei diversi centri di interesse (azionisti, creditori, finanziatori) coinvolti nel *trust*⁷⁶.

Le critiche dottrinali rispetto agli orientamenti giurisprudenziali restrittivi, combinate con le spinte della prassi societaria⁷⁷, ben consapevole dell'utilità in concreto del *trust*, determinarono, nel giro di pochi anni, un mutamento sostanziale nell'approccio giurisprudenziale.

Per superare le obiezioni di legittimità di principio dei *voting trust*, i giudici valorizzarono un principio, emerso in forma di *dissenting opinion* nella giurisprudenza di fine Ottocento, secondo cui non vi erano nella *common law* fattori di per sé ostativi alla separazione del diritto di voto dai diritti patrimoniali associati alla partecipazione sociale⁷⁸. Da qui, la non sostenibilità della tesi di invalidità *per se* dei *voting trust* e, insieme, l'opportunità di valutare tali accordi alla luce dell'intrinseca meritevolezza degli obiettivi perseguiti, ritenendoli validi quando «coupled with an interest»⁷⁹.

Tale approccio portò a confermare la validità dei *voting trust* di finanziamento, specialmente quando idonei a prevenire il fallimento dell'impresa, nonché dei *trust* di stabilizzazione del controllo societario o di quelli realizzati al fine di avviare una nuova attività⁸⁰; e, per converso, a considerare come nulli i *voting trust* di durata indeterminata o a carattere irrevocabile, in quanto

⁷⁶ Così, ancora, H.A. CUSHING, (nt. 32), 83 ss.

⁷⁷ D'altra parte, si osservava già al tempo, «the tendency of the rules of law is [...] to follow the economic and industrial necessities. This is especially true in the law of private corporation [...] The Courts have responded in an elastic and willing manner so as to adjust corporate conceptions to economic and social facts and developments»: così, I.M. WORMSER, *The Legality of Corporate Voting Trusts and Pooling Agreements*, in 18 *Columbia L. Rev.*, 1918, 123.

⁷⁸ Il riferimento è a *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) 115 Cal 584, ribadito qualche anno più tardi in *Brightman v. Bates* (1900) 175 Mass. 105, entrambi riportanti in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 347, nt. 10.

⁷⁹ Tale criterio venne enunciato per la prima volta nella sent. *Warren v. Pim* (1900) 63 N.J. Eq. 353 e fu poi ripreso in *Commonwealth v. Roydhouse* (1911) 233 Pa. 234. Entrambi i precedenti sono citati in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 364, 368.

⁸⁰ Cfr. tra gli altri, *J.P. Morgan v. Northern Pacific* (1900) 71 CM 989; *Chapman v. Bates* (1900) 61 N.J. Eq. 658; *White v. Snell* (1909) 35 Utah 434; *Varnegie Trust Co. v. Security Life Ins. Co. of America* (1910) 111 Va. 1; *Hall v. Merrill Trust Co.* (1910) 106 Me. 465, nonché gli altri precedenti citati in W.P. ROGERS, (nt. 64), 350-351; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 146; e M. SMITH, (nt. 50), 631.

in grado di cristallizzare gli assetti di controllo dell'impresa senza limiti di tempo e di mantenere invariati obiettivi, funzioni e poteri del *trustee*, pur a fronte di una sostanziale variazione nella compagine sociale⁸¹.

4.5. La temporanea reviviscenza della tesi della nullità per se in seguito alla pubblicazione del "Pujo Report".

La tesi relativa alla nullità di principio dei *voting trust* riaffiorò nel dibattito americano intorno al 1912, quando venne istituita, in seno al Congresso, una commissione (c.d. *Pujo Committee*) incaricata di indagare la condotta di mercato di sei importanti banche, tra loro fortemente interconnesse, sospettate di controllare l'attività creditizia nazionale e, per tale via, anche le principali attività economiche⁸².

Il *Report* pubblicato dalla Commissione dava, in effetti, conto di una forte concentrazione di potere economico in capo a quelle banche e di un uso distorto dello strumento del *voting trust*, adottato per acquisire – spesso a fronte di un esborso finanziario minimo – il controllo di imprese indipendenti e coordinarne la condotta di mercato, per finalità anticoncorrenziali⁸³.

Alla luce delle indagini effettuate, il *Pujo Report* qualificava i *voting trust* come strumento «highly inadvisable and prejudicial», e perciò sollecitava un

⁸¹ Cfr. *Clowes v. Miller* (1900) 60 N.J. Eq. 179; *Kreissl v. Distilling Co. of Am.* (1900) 61 N.J. Eq. 5; *Sullivan v. Parkers* (1902) 74 N.Y.S. 787; *Gray v. Bloomington & N. Railway* (1905) 120 Ill. App. 159; *Morel v. Hoge* (1908) 130 Ga. 625, nonché gli altri precedenti indicati da N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 599; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 149, nt. 37.

⁸² *Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolution 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*, Washington, 1913. Per una analisi dei risultati del *Report* e del suo impatto sull'opinione pubblica, v. V.P. CAROSSO, *The Wall Street Money Trust from Pujo to Medina*, in 47 *Business History Rev.*, 1973, 421-437.

⁸³ Il *Report* in fondo evidenziava un dato – l'uso distorto, per finalità anticoncorrenziali, dello strumento del *trust* – di cui si aveva già esperienza concreta e riscontro giurisprudenziale; la portata innovativa del *Report*, al riguardo, si coglie nel fatto di aver svelato la dimensione del fenomeno, non circoscritta a disfunzioni episodiche, ma in grado di coinvolgere interi settori dell'economia nazionale. Nel *Report* ci cita per es. il caso di JP Morgan, su cui si appuntò massimamente l'interesse della Commissione, che nel 1886 accordò un cospicuo finanziamento alla *Philadelphia and Reading Railroad*, allora insolvente, ottenendone il controllo per il tramite di un *voting trust*. I *trustee* nominati dalla banca non si limitarono ad adottare politiche di risanamento interno dell'impresa, ma negoziarono con l'allora concorrente *Pennsylvania Railroad* un accordo di ripartizione del mercato, con esiti anticoncorrenziali. Il modello, sperimentato nel settore ferroviario, venne poi replicato in altri settori economici.

intervento del legislatore che ne dichiarasse l'invalidità e ne ordinasse la dissoluzione⁸⁴.

Il *Report* ebbe forte eco nell'opinione pubblica e suscitò significative reazioni, che investirono nell'immediato il piano legislativo.

A valle della pubblicazione del *Report* venne, infatti, introdotto il divieto di *interlocked directorship* per le imprese bancarie e, soprattutto, vennero rafforzati gli strumenti di controllo antitrust, con l'emanazione del *Federal Trade Commission Act*, in funzione complementare rispetto allo *Sherman Act*, e del *Clayton Act*, a disciplina delle operazioni di concentrazione⁸⁵.

Sul piano giurisprudenziale, la pubblicazione del *Pujo Report* determinò una parziale reviviscenza delle posizioni più restrittive in ordine alla validità dei *voting trust*, che si espressero anche nel senso di ritenere di per sé illegittimo il ricorso a strumenti in grado di separare il diritto di voto dalla proprietà dell'azione⁸⁶, anche quando adottati per finalità di risanamento dell'impresa⁸⁷.

Tuttavia, tali orientamenti rimasero complessivamente minoritari⁸⁸, e la dottrina stessa contestò come «unprogressive and reactionary»⁸⁹ le posizioni espresse nel *Report* e i tentativi di intervento contro i *voting trust* in quanto tali.

Intorno ai *voting trust* si venne, tuttavia, a determinare un clima di forte incertezza giuridica, che investiva il profilo della stessa legittimità di principio e rese necessari specifici interventi legislativi a disciplina del fenomeno.

⁸⁴ *Report* (nt. 82), Section 5, 142.

⁸⁵ Così, tra gli altri, J.W. GILES, *Is the Voting Trust Agreement a "Dangerous Instrumentality"?*, in 3 *Catholic Univ. L. Rev.*, 1953, 88-89.

⁸⁶ Così in *Luthy v. Ream* (1915) 270 S.C. Illinois 170, N.E. 373, rifacendosi al precedente *Harvey v. Linville Imp. Co.* (nt. 51): sul punto, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 148-149.

⁸⁷ Cfr. *In re Saint Louis & San Francisco Railroad Reorganization* (1916) 3 Mo. Pub. Ser. Comm. 664, citata da I.M. WORMSER, (nt. 77), 132 ss.

⁸⁸ Risulta che negli anni successivi alla pubblicazione del *Report*, alcune Corti adottarono orientamenti ben più permissivi di quelli precedenti, sancendo, per es., la validità di *voting trust* realizzati per evitare cambi ostili di controllo societario: cfr. *Frost v. Carse* (1919) 91 N.J. Eq. 124, cit., tra gli altri, in M. FINKELSTEIN, (nt. 48), 364.

⁸⁹ Così I.M. WORMSER, (nt. 77), 127; e, in senso conforme, C. BURKE, (nt. 48), 352.

4.6. *Le iniziative legislative degli anni '20 e '30: il riconoscimento pieno della legittimità dei voting trust e la disciplina del fenomeno.*

Nel corso degli anni '20 e '30 del Novecento vennero assunte, negli Stati Uniti, specifiche iniziative legislative miranti, per un verso, a consolidare la legittimità dello strumento del *voting trust* e, per altro verso, a intervenire sugli aspetti problematici o disfunzionali, emersi nel concreto ricorso a tale strumento.

Nella prima direzione si inquadrano gli *Statute* adottati dai legislatori statali nel corso degli anni '20, i quali, in linea con quelli già in vigore (v. *supra*, § 4.3), riconoscevano esplicitamente la legittimità e la vincolatività giuridica dei *voting trust*, purché volti a realizzare «legitimate purposes», e introducevano una disciplina minima dell'istituto, che comprendeva l'imposizione di obblighi di trasparenza, quanto all'esistenza e ai contenuti del *trust*, e la definizione di un termine massimo di durata (tipicamente, quinquennale), escludendo ogni possibilità di rinnovo tacito alla scadenza⁹⁰. Il profilo della durata, in particolare, assumeva rilievo centrale, essendo chiaro che il *trust* potesse operare come strumento indiretto di consolidamento delle imprese: in tal senso, la previsione di un termine massimo di durata e la necessità di riattivare, alla scadenza, procedure di rinnovo del *trust*, che consentissero agli azionisti di rinegoziarne i termini e ridefinirne le condizioni, certamente limitavano il rischio di cristallizzazione degli assetti di controllo e di governo dell'impresa⁹¹.

Tali interventi, in fondo espressivi di un certo *favor* per i *voting trust*, si inserivano in una più ampia cornice riformista, caratterizzata da un sostanziale allentamento del grado (già di per sé piuttosto tenue) di imperatività delle norme societarie, e ciò al fine di definire sistemi interni di *corporate law* in grado di assecondare le esigenze delle imprese e – in un contesto di concorrenza tra ordinamenti statali – attrarre la costituzione di nuove imprese⁹². D'altra parte, il contesto economico del tempo (gli anni '20, come è noto, fu-

⁹⁰ Cfr. T.W. WATKINS, *The development of voting trust legislation*, in 35 *Univ. Detroit L. J.*, 1958, 598-600, ove anche riferimenti specifici agli estremi delle legislazioni statali adottate in questa fase storica.

⁹¹ Così, tra gli altri, N.R. LAMOREAUX, L.P. SAWYER, (nt. 31), 587; nonché J.J.B. DAUGHERTY jr., *The Voting trust – Its Present Status*, in 28 *Georgetown L. J.*, 1940, 1121 ss.

⁹² Cfr. sul punto H. WELLS, (nt. 40), 585-586. È in questo periodo storico che il sistema di *corporate law* del Delaware comincia ad affermarsi come particolarmente flessibile e perciò particolarmente attrattivo per le imprese.

rono caratterizzati da una vivace crescita economica⁹³) appariva particolarmente favorevole all'avvio di nuove attività; e la stessa presenza di imprese capitalistiche di grandi dimensioni cominciò ad essere percepita come fenomeno ordinario, quasi fisiologico in contesti di mercato dinamici e avanzati⁹⁴.

Le iniziative legislative statali in materia di *voting trust* si susseguirono, con interventi di portata analoga, anche nel decennio successivo, quando intercettarono una diversa necessità, quella di consentire la realizzazione di piani di risanamento delle imprese, in un periodo storico segnato dalla crisi sistemica del 1929 e dalla depressione economica a questa conseguente⁹⁵.

Sempre nel corso degli anni Trenta, si registrarono ulteriori iniziative legislative in materia di *voting trust*, realizzate a livello federale, per intervenire su profili critici o disfunzionali emersi nella prassi.

Così, nel 1933 e 1934 la *Security and Exchange Commission* intervenne, qualificando i *trust certificate* di *public company* come “*security*”⁹⁶ e, più precisamente, come “*profit-sharing security*”⁹⁷. D'altra parte, nel corso del tempo, i *trust certificates*, liberamente trasferibili, erano diventati uno strumento di investimento particolarmente richiesto e di agevole collocamento sul mercato, giacché assecondavano l'interesse primario (di partecipazione agli utili dell'impresa) degli investitori-risparmiatori⁹⁸.

Tale qualificazione comportava, evidentemente, la sottoposizione dei *trust certificate* alla disciplina di autorizzazione e controllo preventivo propria delle *securities*, e quindi il coinvolgimento diretto dell'Autorità di regolazione anche nella fase di costituzione del *trust*, con un controllo diretto sulla meritevolezza dello scopo perseguito e sui contenuti in concreto dell'accordo, sì da prevenire eventuali abusi a danno degli azionisti o limitare il rischio di trasferimento al *trustee* di diritti sociali non strettamente funzionali (per es. diritti di ispezione e informazione) alla realizzazione degli obiettivi del *trust*⁹⁹. Tale intervento, come si avrà modo di constatare, influenzò sen-

⁹³ V. per tutti J.A. SCHUMPETER, *The Decade of the Twenties*, in 36 *Am. Econ. Rev.*, 1946, 1 ss., e spec. 6-8.

⁹⁴ Così, ancora H. WELLS, (nt. 40), 586.

⁹⁵ Cfr. C. BURKE, (nt. 48), 361-362; T.W. WATKINS, (nt. 90), 600.

⁹⁶ Cfr. Federal Securities Act del 1933, § 2(4) e Securities and Exchange Act del 1934, § 3(8) e § 15(d).

⁹⁷ V. J.J.B. DAUGHERTY jr., (nt. 91), 1127; H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 160.

⁹⁸ Così, M.M. BERGERMAN, *Voting Trust and Non-Voting Stock*, in 37 *Yale L. J.*, 1928, 450.

⁹⁹ Così, tra gli altri G.D. BERGER, *The Voting Trust: California Erects a Barrier to a Rational Law of Corporate Control*, in *Stanford L. Rev.*, 1966, 1218-1219.

sibilmente l'evoluzione successiva, contribuendo a limitare il ricorso ai *voting trust*.

Ulteriori interventi legislativi, sempre a livello federale, furono realizzati con riguardo ai *voting trust* adottati con finalità di risanamento delle imprese, diventati particolarmente frequenti negli anni della depressione economica¹⁰⁰.

Il *National Bankruptcy Act*, adottato nel 1938, introdusse l'obbligo per le corti, al momento dell'approvazione di un piano di risanamento aziendale nel quale si prevedesse l'istituzione di un *voting trust*, di controllare le modalità di selezione del *trustee*, di verificare il possesso, in capo a quest'ultimo, di adeguate competenze per la gestione della crisi e di valutare se, complessivamente, la designazione dei *trustee* individuati fosse compatibile con la tutela dell'interesse di soci e dei creditori e non fosse contrastante con *public policy*¹⁰¹.

Gli interventi legislativi assunti, a livello federale, nel corso degli anni '30, pur mossi dall'intento di disciplinare il fenomeno dei *voting trust*, sembravano comunque esprimere un atteggiamento di mai sopita diffidenza rispetto a uno strumento che, nella prassi, si era dimostrato funzionale tanto alla realizzazione di obiettivi meritevoli di tutela, quanto di condotte abusive o elusive.

5. *L'evoluzione della corporation nel corso degli anni '20. Il dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società di capitali.*

Nel corso degli anni '20, cominciò a prendere corpo, nella dottrina americana, un vivace dibattito intorno al tema del controllo societario e al rapporto tra partecipazione al capitale ed esercizio dei poteri di controllo dell'impresa, anche alla luce delle caratteristiche che le grandi *corporation* andavano assumendo e del funzionamento delle relative assemblee.

Come si accennava, negli anni precedenti alla crisi del '29, si registrò negli Stati Uniti una vivace crescita economica che non mancò infatti di condizionare i mercati finanziari: nel giro di pochi anni, il numero di azioni ordina-

¹⁰⁰ Risulta che la quasi totalità dei *voting trust* realizzati negli anni '30 fossero associati a piani di riorganizzazione delle imprese in crisi e che, per altro verso, più del 70% dei piani di risanamento delle imprese prevedesse l'istituzione di un *voting trust*: per riferimenti sul punto, v. A. LEAVITT, (nt. 29), 34.

¹⁰¹ Cfr. *National Bankruptcy Act*, 1938, §§ 616 (11) e 621 (5); sul punto, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 156.

rie emesse aumentò esponenzialmente, fino a superare, in termini di valore complessivo, non solo le azioni “privilegiate”, ma anche i titoli obbligazionari¹⁰². La diffusione dell’investimento azionario consentì di drenare ingenti quantità di capitali verso le imprese, ma si accompagnò anche a una significativa polverizzazione dell’azionariato, aggravando quei fenomeni, in qualche misura già presenti, di assenteismo dei soci in assemblea o di sostanziale disinteresse dei soci(-investitori) all’esercizio del diritto di voto, anche in forma delegata¹⁰³. Da qui, l’effetto di sostanziale concentrazione del potere di controllo dell’impresa in capo a un gruppo di soci, spesso espressivi di una minoranza azionaria – ossia, l’effetto di separazione tra proprietà e controllo dell’impresa¹⁰⁴.

Tale effetto, percepito in una certa misura come fisiologica conseguenza dello sviluppo del modello di impresa capitalistica, assumeva contorni di problematicità specialmente quando si combinava con l’adozione di strumenti c.d. “*control-enhancing*”, in grado di esasperare quel rapporto e di attribuire il controllo a fronte di una partecipazione minima al capitale, e quindi di una esposizione minima al rischio di impresa¹⁰⁵.

Tra i diversi strumenti allora in uso, il *voting trust* appariva di gran lunga quello più efficace rispetto a tale scopo, non solo perché di più agevole costituzione, rispetto alla creazione di strutture piramidali di gruppo o all’emissione di azioni senza diritto di voto, ma anche per il suo carattere di marcata stabilità, non essendo soggetto a fattori di destabilizzazione, quali

¹⁰² Cfr. H. WELLS, (nt. 40), 587, ove indicazione dei dati specifici per classi di strumento.

¹⁰³ «Reluctance of shareholders in general to exercising their voting privilege is a familiar aspect under modern corporate management»: così riporta M.M. BERGERMAN, (nt. 98), 450.

¹⁰⁴ La prima compiuta trattazione in tema di separazione tra proprietà e controllo dell’impresa si deve, com’è noto, al prof. W.Z. RIPLEY, nel libro *Main Street and Wall Street*, Boston, Little Brown, 1927. Dall’osservazione critica dei processi evolutivi che caratterizzavano le *corporations* del tempo, l’a. ricavava l’impressione non solo di un crescente grado di complessità delle strutture sociali, ma anche di un processo di «very decentralization of ownership [with] widely scattered shareholders in small lots» che, combinato con il ricorso a strumenti concentrativi, limitava il potere di incidenza del socio sui processi decisionali sociali, fino a risolversi, secondo l’a., in una sostanziale privazione del diritto di voto (cd. «*disfranchisement*»), e al contempo, concentrava il potere di controllo dell’impresa nelle mani di pochi azionisti, detentori di percentuali talora minime di azioni con diritto di voto (119-121).

¹⁰⁵ Per tutti, A.A. BERLE jr., G.C. MEANS, *The modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan, 1933, 68-69: è frequente, osservavano gli aa., il riscontro di «ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership» (69).

l'alienazione delle partecipazioni di controllo o il rischio di cambio ostile di controllo¹⁰⁶.

Le potenzialità del *voting trust* come strumento di separazione tra proprietà e controllo dell'impresa divennero plasticamente evidenti nel 1929, quando la *Pennsylvania Railroad Company* realizzò una complessa operazione che prevedeva la costituzione di una nuova società, la *Pennroad Corporation*, e contestualmente di un *voting trust*, l'intestazione di tutte le azioni della nuova società ai *trustee* e il collocamento presso il pubblico dei relativi *trust certificate*. Così facendo, il rischio di impresa era destinato a gravare sugli investitori diffusi, mentre il controllo dell'impresa restava in capo alla società promotrice, che lo esercitava senza alcuna partecipazione al capitale e, quindi, senza alcun investimento finanziario diretto. Tale assetto portò a una gestione predatoria di *Pennroad*, con estrazione di benefici privati da controllo, a danno del pubblico degli investitori¹⁰⁷.

Lo schema adottato per il *Pennroad trust* venne poi replicato in altre occasioni e in altri settori economici, dimostrando che era possibile ottenere il controllo di una impresa anche senza alcuna partecipazione proprietaria diretta¹⁰⁸ e contribuendo, così, a diffondere la percezione del *trust* come pericoloso strumento di spoliazione degli azionisti dal controllo dell'impresa e causa di potenziali danni agli investitori¹⁰⁹.

Si diffuse così, in dottrina, l'idea che fosse necessario un più incisivo intervento della *SEC*, nel senso dell'inasprimento delle condizioni di autorizzazione dei *trust*, sì da scoraggiarne la costituzione, accompagnato dall'introduzione di specifiche norme che vietassero la creazione di *voting trust* in fase di costituzione di nuove imprese o in funzione esclusivamente rafforzativa del controllo societario¹¹⁰.

6. *Dai voting trust ai voting agreement.*

Il dibattito intorno alla legittimità degli strumenti di costituzione e rafforzamento del controllo societario (specie se di minoranza), gli interventi legislativi di irrigidimento della disciplina dei *voting trust* e sollecitazioni dottri-

¹⁰⁶ Così ancora A.A. BERLE jr., G.C. MEANS, (nt. 105), 77-78.

¹⁰⁷ Cfr. sul punto H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 158, e J.W. GILES, (nt. 85), 81.

¹⁰⁸ Così denunciava la *SEC* nel Report annuale del 1940: v. J.J.W. GILES, (nt. 85), 82.

¹⁰⁹ In questi termini, A. LEAVITT, (nt. 29), 166.

¹¹⁰ Così ancora A. LEAVITT, (nt. 29), 178; nonché v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 156.

nali verso un prudente uso di tale strumento ebbero l'effetto di condizionare la valutazione in concreto dei *voting trust*.

Per un verso, infatti, la *SEC* cominciò a negare l'autorizzazione alla realizzazione di *trust* costitutivi di posizioni di controllo societario stabile, fatte salve minime eccezioni, quali per es. la comprovata necessità di assicurare stabilità della gestione in fasi particolarmente delicate nella vita dell'impresa¹¹¹. Per altro verso, anche la giurisprudenza, nelle poche sentenze in materia, manifestava un atteggiamento di netto sfavore nei confronti dei *voting trust* adottati in funzione di *control-enhancing device*, specialmente quando implicanti un evidente disallineamento tra partecipazione al capitale e poteri di controllo dell'impresa¹¹², e un conseguente rischio di espropriazione delle minoranze azionarie¹¹³.

La possibilità che *voting trust* così strutturati fossero dichiarati invalidi, in quanto costitutivi o rafforzativi di controllo societario, e che quindi fossero vanificati i benefici di stabilità del rapporto attesi dalla costituzione del *trust* medesimo, indusse progressivamente a ricorrere a strumenti di coordinamento azionario più semplici (*voting o pooling agreement*)¹¹⁴, i quali davano sì luogo a un legame meno stabile, in quanto soggetto ai ben noti rischi di inadempimento, ma allo stesso meno esposto a contestazioni di validità, e quindi più solido sul piano della validità e della vincolatività giuridica.

¹¹¹ V. per es., *United Telephone and Electric Company* (1938) 3 SEC 653, cit. in R.M. BLAIR-SMITH, L. HELENSTEIN, *A Death Sentence or a New Lease on Life? A Survey of Corporate Adjustments Under the Public Utility Holding Company Act*, in 94 *Univ. Penn. L. Rev.*, 1946, 161. Si trattava, nel caso di specie, di una richiesta di autorizzazione per la costituzione di un *trust* funzionale a garantire stabilità nella gestione di una impresa di medie dimensioni, nel periodo immediatamente successivo alla morte del suo fondatore-amministratore e nell'attesa di individuare un amministratore esecutivo adeguato. In quell'occasione, la *SEC* considerò l'instabilità nella gestione come rischiosa tanto per soci – di controllo e non – quanto per i creditori sociali e, perciò, autorizzò la costituzione del *trust*.

¹¹² *Overfiels v. Pennroad Corporation* (1941), 42 Pa. – F.Supp. 586, avente ad oggetto proprio il *Pennroad trust*, menzionato nel paragrafo precedente, che venne qualificato come illecito, in quanto creato al fine di acquisire il controllo di una impresa senza un corrispondente investimento finanziario: sul punto, v., tra gli altri, H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 158-159. La sentenza si inseriva, comunque, in un filone giurisprudenziale connotato da un crescente scetticismo verso lo strumento dei *voting trust*, i cui aspetti problematici apparivano ormai superiori ai possibili benefici. Al riguardo, v. anche *V. Penny v. Missouri-Kansas Pipe Line Co.* (1937) 191 Atl. 823, in 38 *Columbia L. Rev.*, 1938, 508-511, nella quale i giudici dichiararono come nulli *in toto* i *trust* di durata eccedente il massimo legale (decennale), anziché operare una riduzione della durata al limite ammesso dalla legge.

¹¹³ Cfr. M.M. BERGERMAN, (nt. 98), 449-450.

¹¹⁴ Non a caso, nella dottrina degli anni '40 e seguenti ritornò l'espressione "*shareholder agreements*", rimasta d'uso marginale nella dottrina dei decenni precedenti.

Tale aspetto, invero, non esauriva i profili di vantaggio associati al ricorso ad accordi di voto, semplici o associati al conferimento di *proxy*, rispetto ai *voting trust*.

Gli *shareholder agreement* apparivano, infatti, come strumenti di coordinamento più snelli, in quanto di più agevole costituzione, e più flessibili, quanto alla definizione del vincolo di voto, che poteva essere limitato a specifiche materie o, al contrario, esteso a materie (quali la decisione di scioglimento volontario della società, le modifiche statutarie o ancora le delibere relative a operazioni di fusione) non delegabili al *trustee*¹¹⁵.

Inoltre, i *voting agreement*, in quanto disciplinati dalle norme generali in materia di contratto, non erano sottoposti agli obblighi di trasparenza fissati per i *voting trust*; essi, perciò, garantivano ampi margini di riservatezza, se non di segretezza.

Infine, gli accordi di voto non incorporati in un *trust* sfuggivano alla complessa e onerosa procedura di autorizzazione preventiva e di controllo da parte della SEC, nonché ai vincoli di durata previsti nelle leggi statali e federali, i quali imponevano, una volta scaduto il *trust* (per il quale era previsto, come si ricordava, un termine di durata massima quinquennale ed era esclusa la possibilità di rinnovo automatico), la necessità di ricostituire il *trust* medesimo e di rimettere i relativi *trust certificate*. Tale operazione, già di per sé complessa e costosa, era anche soggetta a tassazione statale e federale, con livelli di imposizione complessiva che, in presenza di un elevato numero di titoli, potevano risultare proibitivi¹¹⁶.

La combinazione di tali fattori determinò un netto arretramento nel ricorso ai *voting trust*, in favore di più semplici strumenti di coordinamento azionario, quali i *voting agreement* o i *pooling agreement*: i primi tendenzialmente adottati per il coordinamento di voto a carattere episodico e non associato a obiettivi di controllo societario; i secondi, invece, adottati come strumento di coordinamento stabile per l'esercizio concertato del diritto di voto e, normalmente, per l'esercizio di un potere di controllo congiunto sull'impresa (prevedendo, si solito, anche l'attribuzione di deleghe di voto)¹¹⁷.

Tale evoluzione si accompagnò, inoltre, a un sostanziale spostamento del fenomeno del coordinamento di voto verso le società chiuse.

¹¹⁵ Su tali aspetti, v. H.W. BALLANTINE, (nt. 23), 160-161.

¹¹⁶ Così W.C.P. BARTOS, *The Voting Trust*, in 34 *New York Univ. L. Rev.*, 1959, 301-302; nonché T. JOYCE, *Shareholder Agreements: a U.S. Perspective*, in F. BONELLI, P.G. JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, Giuffrè, 1993, 362.

¹¹⁷ Così, nel *Report Corporations: Voting Trusts and Irrevocable Proxies*, in 36 *California L. Rev.*, 1948, 282-283.

Finché, infatti, era ammessa, se non addirittura incoraggiata, l'adozione di *trust* di voto, di tale strumento si fece ampio ricorso anche nelle società aperte, persino in quelle con base sociale amplissima (si consideri il caso delle grandi imprese ferroviarie o telefoniche): separando la *equitable ownership*, attribuita al *trustee*, dalla *beneficial ownership*, e incorporando quest'ultima in *trust certificates* liberamente trasferibili, i *voting trust* consentivano di drenare investimenti diffusi verso l'impresa, lasciandone, però, il controllo nelle mani di un gruppo ristretto di azionisti – tipicamente, i promotori del *trust* – i quali definivano, per il tramite del *trustee*, le politiche gestorie dell'impresa stessa. Quando, invece, il ricorso a *trust* di voto divenne meno conveniente e meno agevole, il coordinamento di voto si fece assai più raro nelle società ad ampia base sociale, e le forme di coordinamento contrattuale semplice, poco adatte alla costituzione di assetti cooperativi stabili tra un numero significativo di soggetti, si affermarono come fenomeno tipico delle società chiuse.

7. I limiti di validità dei voting agreement nella giurisprudenza degli anni '30 e '40.

L'intensificarsi, a partire dagli anni '30, del ricorso a *voting* e *pooling agreement* si accompagnò a una progressiva stratificazione di interventi giurisprudenziali, volti a definirne il perimetro di validità¹¹⁸.

Al riguardo, occorre precisare che tali orientamenti non sempre appaiono uniformi e definiti, ma al contrario presentano oscillazioni valutative anche significative, le quali appaiono, tuttavia, in qualche modo fisiologiche, in un sistema di *corporate law* definito essenzialmente su base statale.

Tra i contenuti pattizi portati all'attenzione dei giudici si riscontrano, *in primis*, clausole relative alla nomina degli amministratori, oggetto da sempre di una valutazione piuttosto elastica e permissiva, che si estese, negli anni Trenta, anche alle clausole che fissavano criteri di unanimità o maggioranze qualificate per la nomina degli amministratori¹¹⁹.

¹¹⁸ Della legittimità in sé dei *pooling agreements*, come si ricordava nei paragrafi precedenti, non si era mai dubitato e tale convincimento rimase inalterato nel tempo: v., tra gli altri, *Hart v. Bell* (1946) 222 Minn. 69: «the practical conduct of modern business corporation compels a frank recognition that shareholder pooling agreements are not invalid per se». Il precedente è citato da T.P. WRIGHT II, *Shareholder Pooling Agreements – Validity, Legality, and Enforcement*, in 24 *Arkansas L. Rev.*, 1971, 502.

¹¹⁹ Cfr. sul punto G.D. HORNSTEIN, *Stockholders' Agreements in the Closely Held Corporation*, in 59 *Yale L. J.*, 1950, 1046-1047.

Dubbi maggiori si nutrivano, invece, in relazione alla validità delle clausole di revoca degli amministratori, poiché nella maggioranza degli Stati federati la legittimità della revoca era inderogabilmente vincolata alla ricorrenza di una giusta causa; su questo punto, le valutazioni furono, a quanto consta, piuttosto eterogenee, con la tendenza dei giudici a replicare per gli accordi tra soci le condizioni di legittimità fissate dalle norme statali per gli atti sociali¹²⁰.

La parte più corposa della casistica giurisprudenziale si concentrava, però, sui patti in qualche modo interferenti con i poteri degli amministratori. D'altra parte, era frequente che i *pooling agreement* contenessero, oltre a clausole relative all'esercizio del voto e alla circolazione delle azioni, anche previsioni più direttamente connesse alla gestione dell'impresa, volte a orientare o condizionare l'azione degli amministratori.

Su tale profilo, le valutazioni giurisprudenziali erano state tendenzialmente piuttosto restrittive, con la marcata tendenza a replicare, per gli accordi tra soci, i vincoli imperativi che le leggi statali fissavano per i patti sociali e per lo svolgimento dell'attività sociale¹²¹. Nel corso degli anni '30, invece, cominciarono ad emergere alcuni temperamenti, espressamente giustificati con il riferimento alle peculiarità delle società chiuse o alle specificità dell'accordo (*i.e.* alla sua connotazione totalitaria).

Così, i patti con cui si conveniva di nominare come amministratori alcuni soci e si prevedeva che questi si vincolassero, nella doppia veste di azionista stipulante e amministratore, a realizzare le politiche gestorie definite nel patto, erano tradizionalmente qualificati come nulli *per se*, sulla base di una sentenza della Corte Suprema emessa alla fine dell'Ottocento¹²² e invocata come precedente di riferimento nei decenni successivi. Nel corso degli anni '30, invece, clausole del genere cominciarono ad essere considerate legittime se inserite in un patto totalitario, poiché ritenute non idonee, per definizione, a danneggiare gli azionisti estranei all'accordo¹²³.

¹²⁰ Così, tra gli altri, *Goldfarb v. Dorseti Products* (1948) 82 N.Y.S. 2d 42, riportato da C. ROBINSON, "Shareholder Agreements" and the Statutory Norm, in 43 *Cornell L. Rev.*, 1957, 75, ove anche ulteriori riferimenti giurisprudenziali.

¹²¹ Così riferisce S.N. BULLOCH, *Shareholder Agreements in Closely Held Corporation: Is Sterilization an Issue?*, in 59 *Temple L. Quartely*, 1986, 71 ss.

¹²² Il riferimento è a *West v. Camden* (1890) U.S. 507, citato in W.P. ROGERS, (nt. 64), 348.

¹²³ Così in *Clark v. Dodge* (1936) 269 N.Y. 410, cit. in C. ROBINSON, (nt. 120), 71 ss. Il patto, relativo a una società con due azionisti, prevedeva che l'uno avrebbe svolto funzioni di amministratore e l'altro funzioni di *generale manager*, e che quest'ultimo sarebbe stato remunerato con una percentuale sui profitti, a meno che tale somma non fosse risultata irragionevole. I giudici considerarono legittimo il patto, facendo leva sull'assenza di danni per terzi, dato il

Allo stesso modo, per i patti più direttamente volti a condizionare la gestione dell'impresa (si pensi, per es., a patti idonei a sterilizzare il consiglio di amministrazione o singoli amministratori), il giudizio di invalidità piena, tradizionalmente sostenuto in giurisprudenza¹²⁴, lasciò spazio a posizioni più articolate, inclini a dare rilievo alle peculiarità delle società chiuse e agli effetti in concreto del patto sulle minoranze azionarie e sui creditori.

In tal senso, i patti con i quali si definiva la composizione del consiglio e si attribuiva a uno solo degli amministratori il potere gestorio cominciarono ad essere considerati legittimi, se configurati come patti totalitari, perché conformi alla volontà di tutti gli azionisti; al contrario, continuarono ad essere qualificati come illegittimi, se non totalitari, in quanto potenzialmente dannosi per le minoranze azionarie¹²⁵. Tale criterio venne poi a specificarsi ulteriormente, con una più puntuale valutazione degli effetti in concreto del patto sui creditori dell'impresa e del grado di limitazione impresso ai poteri discrezionali degli amministratori¹²⁶.

Allo stesso modo, le specificità delle società chiuse (in termini di ristretta base sociale, investimenti individuali talora significativi e, quindi, importante esposizione al rischio d'impresa da parte dei soci, nonché maggiori difficoltà di *exit* dalla società) contribuirono a condizionare il giudizio di validità degli accordi di voto, portando, per un verso, a considerare validi patti (non totalitari) pure interferenti con le funzioni degli amministratori (è il caso, per es., dei patti con i quali si imponeva o si limitava la distribuzione degli utili dell'im-

carattere chiuso della società e il tenore totalitario del patto. Si trattò, peraltro, del primo caso nel quale i giudici sottolinearono le peculiarità delle società chiuse, ponendo le basi per l'evoluzione successiva, tanto in materia di legislazione delle *closely-held corporation*, quanto più direttamente in materia di accordi di voto.

¹²⁴ Cfr. tra gli altri *Manson v. Curtis* (1918) 223 N.Y. 313, nel quale i giudici giudicarono come invalido l'accordo di voto perché prevedeva la concentrazione del potere gestorio in capo a un solo amministratore, privando gli altri di poteri e attribuzioni derivanti dalla legge «The law does not permit the stockholders to create a sterilized board of directors». Sul punto, v. tra gli altri, C. ROBINSON, (nt. 120), 70-71.

¹²⁵ Cfr. *McQuade v. Stoneham* (1934) 263 N.Y. 323, nonché, in dottrina, v. S S.N. BULLOCH, (nt. 121), 63-66.

¹²⁶ *Long Park Inc. v. Trenton-New Brunswick Theaters* (1948) 297 N.Y. 174, cit. in G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1044-1045. Si trattava, in quel caso, di un patto totalitario che attribuiva all'azionista detentore della maggioranza assoluta del capitale il potere di gestire i teatri, assumere e licenziarne il personale, definirne le scelte di mercato e il prezzo di vendita dei biglietti. Il patto venne considerato illegittimo, ancorché totalitario, in quanto idoneo a privare gli amministratori del potere di selezione e supervisione del management dell'impresa, e perciò potenzialmente lesivo degli interessi dei creditori dell'impresa.

presa¹²⁷) e, per altro verso, a qualificare come nulli gli accordi con i quali si fissavano criteri di unanimità nelle decisioni di scioglimento della società, ritenuti limitativi della possibilità di disinvestimento da parte dell'azionista e potenzialmente dannosi per le minoranze azionarie¹²⁸.

L'evoluzione negli orientamenti giurisprudenziali in materia di validità dei patti di voto, avviata nel corso degli anni '30, si sviluppò compiutamente nei decenni successivi, lungo una doppia direzione: per un verso, l'estensione dei limiti di validità dei patti tra soci, per assecondare le specifiche esigenze delle società chiuse, e, per altro verso, il rafforzamento dell'efficacia vincolante dei patti totalitari, parificata, in presenza di certe condizioni, a quella propria dei patti sociali.

8. *Il dibattito sui rimedi per l'inadempimento. L'ammissibilità di specific enforcement.*

Il riaffermarsi, nella prassi societaria, del ricorso a strumenti puramente contrattuali per il coordinamento azionario di voto lasciò riemergere il problema dell'instabilità del vincolo contrattuale e dei rimedi a disposizione delle parti, nel caso di inadempimento.

La questione appariva particolarmente rilevante con riguardo ai *pooling agreement*, giacché la messa in comune delle partecipazioni per l'esercizio coordinato dei diritti sociali era chiaramente funzionale alla costituzione di posizioni di controllo societario congiunto.

Al riguardo, vi era piena contezza del fatto che il ricorso a deleghe di voto potesse limitare il rischio di inadempimento, ma non neutralizzarlo, dato il necessario carattere di revocabilità delle *proxy*¹²⁹; e che, per altro verso, la tutela risarcitoria, pure possibile, scontava evidenti difficoltà di quantificazione del danno (specialmente, nel caso di danno da perdita del controllo) e, in ogni caso, non consentiva realizzare l'interesse specifico perseguito dalle parti con la stipulazione del *pooling agreement*. Appariva chiaro, in altri termini, che per

¹²⁷ Cfr. ancora *Clark v. Dodge* (nt. 123), nonché, in dottrina, C. ROBINSON, (nt. 120), 75.

¹²⁸ Cfr. sul punto G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1046-1047.

¹²⁹ Solo a partire dalla metà degli anni '40 si cominciarono a introdurre minime eccezioni al regime di irrevocabilità, riferite all'ipotesi in cui la delega di voto fosse attribuita nell'interesse del delegato: così *State v. Pacific Waxed Paper Co.* (1945) 22 Wash. 844. Tuttavia, tale circostanza appariva difficilmente riscontrabile nel caso di *pooling agreements*: così in *Roberts v. Whitson* (1945) 188 S.W.2d (Tex. Ci. App.) 875; e, in dottrina, v. G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1044.

gli accordi volti a realizzare un coordinamento stabile, specie se associato al controllo societario, l'unico rimedio realmente soddisfacente sarebbe stato quello in forma specifica¹³⁰.

Tuttavia, la giurisprudenza in materia di accordi di voto aveva tradizionalmente manifestato una certa riluttanza nell'ammettere il ricorso a tali misure, ora in ragione delle difficoltà di attuazione in concreto di un rimedio esecutivo o ordinatorio¹³¹, ora in ragione degli effetti che la misura avrebbe determinato sull'impresa interessata dal patto¹³².

Certo, non mancarono nel tempo pronunce più flessibili, quanto all'astratta possibilità di intervento con *specific enforcement*¹³³ o all'adozione in concreto di misure ordinarie a carattere preventivo¹³⁴ e persino di rimedi esecutivi in forma specifica¹³⁵.

¹³⁰ Così si osservava nel Report (nt. 117): «since the object of the contract is to gain the control, it would appear that damages would be of so speculative a nature that the agreement could have no practical significance except in terms of specific enforceability» (283); in senso analogo, T.P. WRIGHT II, (nt. 118), 517: «specific performance of the contract [...] is the only true relief the non-breaching parties can obtain».

¹³¹ Così in *Sullivan v. Parkes* (1902) 74 NY 169, 69 App. Div. 221. Il patto prevedeva che, nel caso di disaccordo tra i soci, la decisione di voto fosse attribuita a un terzo arbitratore, appositamente nominato dalle parti; a fronte del disaccordo delle parti anche rispetto alla nomina del terzo arbitratore, i giudici ritennero non concretamente praticabile il ricorso a *injunction*. Il precedente è riportato nella nota *Specific Enforcement of Shareholder Agreements*, pubblicata in *Univ. Chicago L. Rev.*, 1947, 743.

¹³² Cfr. *Gleason v. Dawes* (1914) 78 Wash. 491, nel quale l'adozione di un rimedio in forma specifica venne esclusa per garantire stabilità della delibera assembleare adottata in un contesto, quale quello dell'impresa bancaria, in cui, secondo i giudici, era necessario tener conto degli interessi pubblici coinvolti, e non solo di quelli privati degli stipulanti. V. ancora la nota in materia di *Specific Enforcement of Shareholder Agreements* (nt. 131), 743.

¹³³ V. *Thompson v. Thompson Carnation Co.* (1917) 279 Ill. 54, nella quale i giudici sostennero, seppure in forma di *obiter dictum*, che il patto di voto oggetto di controversia, ove valido, «could have been specifically enforced by any of the parties thereto in the case of an attempt of breach». Il precedente è citato nel Report (nt. 117), 743.

¹³⁴ Così in *Smith v. San Francisco and Northern Pacific Ry. Co.* (1897) cit., nella quale i giudici concessero una *preliminary injunction* per sterilizzare il tentativo di uno dei contraenti di votare diversamente da quanto convenuto nel patto: cfr. L. PROCTOR THOMAS, (nt. 26), 743. In senso analogo, decenni più tardi, v. *Fitzgerald v. Christy* (1926) 242 Ill. App. 343, di cui si dà conto nel Report (nt. 117), 743; e *Trefethen v. Amazeen* (1944) 93 N.H. 110, come risulta dalla nota anonima di commento al caso, *Corporations – Effects of Breach of Stock Pooling Agreement on Validity of Stockholders' Election*, pubblicata in *Univ. Pennsylvania L. Rev.*, 1947, 121-122.

¹³⁵ Cfr. *Harris v. Magill* (1928) 226 NY Supp. 621, nel quale i giudici accolsero la richiesta di rimozione di un amministratore nominato in violazione di un patto di voto. Il precedente è

Si trattò, tuttavia, di pronunce isolate, non in grado di modificare l'orientamento dominante, che si esprimeva invece nel senso di negare la possibilità di intervento con rimedi esecutivi in forma specifica – probabilmente anche per la volontà di non interferire con i processi di nomina degli amministratori, specialmente se già attuati¹³⁶.

Nel corso degli anni '30, con il diffondersi dei *voting agreement*, il tema dei rimedi per l'inadempimento, come si diceva, riacquisì centralità e venne sviluppato in un contesto sensibilmente diverso da quello proprio dei decenni precedenti. Gli accordi di voto si erano, infatti, affermati come fenomeno proprio delle società chiuse, ossia di realtà caratterizzate da una ristretta base sociale, da una più diretta partecipazione dei soci alla vita sociale, da relazioni personali tra i soci e anche da una minore attitudine dell'azione sociale ad interferire con i diritti di creditori e terzi.

In questo scenario, si cominciò prima ad ammettere l'astratta possibilità di ricorso a *specific enforcement*¹³⁷ e, successivamente, a tentare di intervenire con rimedi esecutivi in forma specifica, anche a carattere successivo.

È quanto accadde, negli anni '40, nel noto caso *Ringling vs. Ringling*, relativo all'inadempimento di un patto di nomina degli amministratori, che portò a una composizione del consiglio diversa da quella convenuta¹³⁸. Il giudice di prima istanza intervenne con un rimedio esecutivo in forma specifica, dichiarando invalida l'elezione, revocando gli amministratori nominati in violazione

citato da C. ROHRlich, *Corporate Voting: Majority Control*, in 7 *Saint John's L. Rev.*, 1933, 223-224.

¹³⁶ Così osservava J.N. DUGGINS, *Corporations – Specific Enforcement of Shareholder Agreements*, in 45 *North Carolina L. Rev.*, 1966, 230.

¹³⁷ Così, per es., in *Clark v. Dodge* (nt. 123).

¹³⁸ *Ringling v. Ringling Bros. Barnum & Bailey Combined Shows Inc.* (1946) 29 Del. Ch. 318. Il patto era relativo a una società con ristretta base sociale, nella quale due dei tre soci, tutti titolari di partecipazioni paritetiche, si accordavano per definire di concerto la propria decisione di voto in relazione alla nomina degli amministratori, sì da riuscire, con il sistema di voto cumulativo, a nominare cinque componenti del consiglio su sette. Il patto conteneva una clausola nella quale si prevedeva che, nel caso di disaccordo tra le parti sulla scelta degli amministratori, la decisione sarebbe stata rimessa a un terzo arbitratore, già individuato nel patto. In occasione dell'assemblea di rinnovo del consiglio, a fronte del disaccordo delle parti contraenti, la scelta fu effettivamente rimessa al terzo, al quale però non erano state conferite, nel patto, le deleghe di voto. Uno degli stipulanti, in disaccordo con la decisione assunta, decise di disattenderla, allineando la propria decisione di voto a quella del terzo azionista esterno al patto e definendo con quest'ultimo la nuova composizione del consiglio. Per un'analisi dettagliata del caso, v. A. CHAYES, *Madame Wagner and the Close Corporation*, in 73 *Harvard L. Rev.*, 1960, 1539-1542.

del patto e ordinando la riconvocazione dell'assemblea, nella quale votare secondo quanto convenuto nel patto. La Corte Suprema del Delaware annullò quella decisione, ritenendola non in grado di assicurare l'esecuzione specifica del patto in presenza del perdurante dissenso degli stipulanti (il giudice si era infatti limitato ad ordinare di votare secondo quanto convenuto, senza imporre il conferimento di deleghe di voto), qualificò come nulli i voti espressi in violazione dell'accordo e ordinò che i risultati dell'elezione fossero ridefiniti al netto di quei voti, senza necessità di ripetere il procedimento assembleare¹³⁹.

La sentenza lasciava, quindi, trasparire una «evolving favourable attitude toward specific enforcement»¹⁴⁰, che la dottrina accolse favorevolmente e che irrobustì con argomenti di carattere sistematico, sottolineando come il ricorso a tali misure fosse (e tuttora sia) da ritenersi ammissibile, in via generale, tutte le volte in cui il rimedio risarcitorio risulti in concreto inadeguato¹⁴¹, anche per via della difficoltà di quantificare il danno¹⁴² – circostanze certamente ricorrenti nel caso di violazione di patti di voto relativi alla nomina degli organi sociali, specialmente quando associati alla perdita del controllo societario¹⁴³.

Alla fine degli anni '40, negli Stati Uniti si era, quindi, giunti ad ammettere che, a fronte dell'inadempimento dei *voting agreement* relativi a società chiuse, i giudici avrebbero potuto astrattamente assumere tre diverse decisioni: *i*) garantire un *enforcement specifico* del patto; *ii*) negare lo *specific performance relief*, ma dichiarare nullo il voto espresso in violazione del patto e imporre una ridefinizione degli esiti della votazione, e quindi dei contenuti della deliberazione; *iii*) rifiutare di adottare provvedimenti diversi dal risarcimento dei danni.

In punto attuazione in concreto delle misure, tuttavia, l'analisi della giurisprudenza lascia emergere come lo *specific enforcement* del patto fosse in effetti confinato a rare e circoscritte ipotesi, declinato soltanto nella forma di *injunction* e adottato in presenza di accordi a contenuto dettagliato, formulati in modo tale che il giudice potesse definire un provvedimento ordinatorio senza

¹³⁹ Così, *Ringling Bros. Barnum & Bailey Combined Shows Inc. v. Ringling* (1947) 29 Del. Sup. Ct. 610, riportata tra gli altri da J.N. DUGGINS, (nt. 136), 232 ss.

¹⁴⁰ Così, J.N. DUGGINS, (nt. 136), 230.

¹⁴¹ Il principio risale a una giurisprudenza della seconda metà dell'Ottocento, *Satterthwait v. Marshall* (1872) 4 Del. Ch. 337, esaminata analiticamente N. LINDLEY, *A Treatise on the Law of Partnership*, vol. II, Chicago, Callaghan, 1888, 475 ss.

¹⁴² Cfr. W.W. COOK, *A Treatise on the Law of Corporations Having Capital Stock*, t. I, New York, Baker, Voorhis & Co., 1923, 2191.

¹⁴³ Così, tra gli altri, A. CHAYES, (nt. 138), 1543.

sostituirsi agli azionisti nella decisione di voto¹⁴⁴; alla dichiarazione di nullità del voto espresso in violazione del patto si era, invece, fatto ricorso nel solo precedente prima riportato; in tutti gli altri casi, si ricorreva al rimedio risarcitorio, se richiesto dalle parti e sempre che fosse data prova del danno patito e del suo ammontare.

9. *L'influenza della giurisprudenza in materia di patti di voto sull'evoluzione della disciplina societaria nel corso degli anni '50 e '60.*

A partire dagli anni '30, come si ricordava, i *voting agreement* andarono sempre più specificandosi come fenomeno proprio delle società chiuse, nelle quali le dimensioni dell'azionariato rendevano possibile la realizzazione di assetti coordinati su base puramente contrattuale e il coinvolgimento dei soci nell'attività di gestione appariva come di per sé fisiologico¹⁴⁵.

In tali società, i patti tra soci (di voto e di controllo) svolsero, invero, una funzione integrativa e modificativa della disciplina legale in materia societaria.

Le norme di *corporate law*, com'è noto, erano state elaborate intorno alle esigenze delle grandi società di capitali e con finalità di protezione delle minoranze azionarie, degli azionisti diffusi, dei creditori dell'impresa e del pubblico degli investitori: in questo senso erano da intendersi le norme che prevedevano l'attribuzione in via esclusiva del potere di gestione dell'impresa agli amministratori, o la separazione dei poteri all'interno della società, o ancora la libera trasferibilità delle azioni, e persino lo stesso principio di maggioranza¹⁴⁶.

Quelle norme, aventi portata generale, si applicavano negli stessi termini anche alle società chiuse, come contropartita al beneficio dell'incorporazione, e quindi della responsabilità limitata¹⁴⁷. Tuttavia, le dinamiche interne alle società chiuse erano evidentemente molto diverse: la base sociale piuttosto ri-

¹⁴⁴ Cfr. *Roberts v. Whitson* (1945) 188 S.W. 2d 875 e *Johnson v. Spartanburg County Fair Ass'n* (1947) 41 S.Car. 599, citati in *Specific Enforcement of Shareholder Agreements* (nt. 131), 744; nonché, *Baren v. Baren* (1947) 59 Pa. 556 e, qualche anno più tardi, *Katcher v. Ohsman* (1953) 26 N.J. Super. 28, entrambe citate in J.N. DUGGINS, (nt. 136), 230.

¹⁴⁵ L.J. MILLER, *Illinois Close Corporations: Analysis of the New Act*, 27 *De Paul L. Rev.*, 1978, 593.

¹⁴⁶ Così osservano H. WELLS, *The Rise of Close Corporation and the Making of Corporation Law*, in 5 *Berkeley Bus. L. J.*, 2008, 263, 285, 293 ss.; e A. CHAYES, (nt. 138), 1532-1533.

¹⁴⁷ Così, H. WELLS, (nt. 40), 626.

stretta non dava luogo a problemi di separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, e anzi normalmente gli azionisti (almeno, quelli più rilevanti) erano direttamente coinvolti nella gestione, svolgendo funzioni di amministratore o di dirigente della società; l'investimento si presentava come tendenzialmente di lunga durata; la trasferibilità delle azioni (i.e. la garanzia di *exit* del socio mediante trasferimento della partecipazione), pure libera, era evidentemente assai meno fluida di quella garantita dai meccanismi del mercato dei capitali. Per queste ragioni, le società chiuse erano di fatto percepite come una forma intermedia tra la *corporation* e la *partnership*, una sorta di “*incorporated partnership*”¹⁴⁸.

Tali peculiarità, almeno fino alla metà del Novecento, non trovarono un punto di emersione a livello legislativo, cosicché l'adattamento delle norme di *corporate law* alla realtà delle società chiuse fu realizzata per via “parasociale”, mediante il ricorso ad accordi (di voto, di controllo o insieme di voto e di controllo) che di fatto ridisegnavano le regole di funzionamento della società: così per gli accordi relativi alla nomina degli azionisti di controllo nel ruolo di amministratori, o per quelli che attribuivano agli azionisti poteri di ingerenza diretta sull'amministrazione dell'impresa o poteri di veto su specifiche scelte gestorie, o ancora per quegli accordi che riservavano agli azionisti di minoranza poteri sovra-proporzionali di voto¹⁴⁹.

Il giudizio sulla validità di *voting e pooling agreement* così strutturati fu sostanzialmente positivo, e anzi questi si accreditarono come strumento di facilitazione del governo dell'impresa, in grado di prevenire situazioni di conflitto tra azionisti di controllo, di definire in via preventiva la linea strategica dell'impresa e, quando previsto, garantire un coinvolgimento diretto delle minoranze azionarie in processi decisionali dai quali normalmente sarebbero state escluse. Accordi così strutturati sembravano, quindi, poter realizzare effetti positivi per la società nel suo complesso, e non solo per gli stipulanti¹⁵⁰.

Il ricorso ad accordi tra soci in funzione integrativa o modificativa del regime legale di *corporate law* si affermò al punto tale che, in diversi Stati, a partire dalla fine degli anni '40, le associazioni di avvocati cominciarono a predisporre modelli uniformi di *agreement*, che fossero conformi alle norme e

¹⁴⁸ Così osservava G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1046.

¹⁴⁹ Sul punto, v. H. WELLS, (nt. 146), 291-293, il quale concludeva: «Every such agreement was an attempt, one way or another, to bend corporate law to the specific needs of the participants» (293).

¹⁵⁰ Così, S.N. BULLOCH, (nt. 121), 70.

ai principi giurisprudenziali vigenti in quello Stato¹⁵¹. Allo stesso tempo, cominciarono a comparire i primi contributi scientifici dedicati esclusivamente alle società chiuse, le quali venivano presentate come fenomeno distinto dalle altre *corporation*¹⁵².

Man mano che accordi di questo tipo, particolarmente diffusi nella prassi del tempo, passarono al vaglio giurisprudenziale, e man mano che i giudici ammettevano come legittime deviazioni, più o meno sensibili, dal sistema ordinario di *corporate law*, si venne sviluppando un corpo di principi e di precedenti giurisprudenziali in materia di società chiuse, parallelo rispetto a quello generale – si venne, in altri termini, a creare la *common law* in materia.

Il passaggio ulteriore, in questo processo evolutivo, si realizzò sul legislativo, con la codificazione dei principi di *common law* elaborati dalle corti e l'introduzione, nelle norme statali di *corporate law*, di previsioni specifiche per le *closely-held corporation*.

Il primo a intervenire in questa direzione fu lo Stato di New York nel 1948; iniziative legislative analoghe vennero poi adottate in molti altri Stati nel corso degli anni '50 e '60¹⁵³.

Alla fine degli anni '60, venne anche elaborata una nuova versione del *Model Business Corporation Act* che valorizzava le specificità delle società chiuse, garantendo, per queste, più ampi margini di autonomia statutaria e ammettendo come legittima non solo l'ingerenza dei soci nelle attività di gestione, ma anche la possibilità per questi di definire, all'interno di *shareholder agreement*, la linea strategica dell'impresa¹⁵⁴.

10. *L'incidenza delle teorie contrattualistiche dell'impresa sulla validità dei voting agreement relativi a società chiuse.*

Nel corso degli anni '70 e '80, la disciplina relativa agli accordi di voto (e di voto e controllo), pur con fisiologiche oscillazioni tra le giurisdizioni statali, si stabilizzò su approdi pressoché comuni, nel senso di un generale allentamento delle limitazioni alla legittimità anche dei patti interferenti con i poteri

¹⁵¹ Così riferisce H. WELLS, (nt. 146), 309-310.

¹⁵² V., tra gli altri, G.D. HORNSTEIN, (nt. 119), 1047; W.P. Scott, *The Close Corporation in Contemporary Business*, 13 *Bus. Lawyer*, 1958, 741 ss.; F.H. O' NEAL, *Close Corporations: Law and Practice*, 1958, 670.

¹⁵³ Così, tra gli altri, F.H. O' NEAL, (nt. 152), 673.

¹⁵⁴ Così ancora H. WELLS, (nt. 146), 311.

attribuiti *ex lege* agli amministratori¹⁵⁵. Tali aperture riguardavano, in ogni caso, soltanto i patti relativi a società chiuse; patti di contenuto analogo, se riferiti a società quotate, continuavano ad essere unanimemente qualificati come illegittimi¹⁵⁶.

L'apertura alla legittimità degli accordi tra soci interferenti con le regole di struttura delle società¹⁵⁷ si spiega non solo alla luce degli effetti positivi sulla *governance* dell'impresa, cui si accennava nel paragrafo precedente, ma probabilmente anche alla luce del dibattito teorico che si sviluppò in quegli anni, segnato, come è noto, dalla contrapposizione tra teorie contrattualistiche e non contrattualistiche dell'impresa.

Il primo orientamento, risultato sostanzialmente prevalente, propugnava una visione dell'impresa come *nexus of contracts*, e delle relazioni di impresa come fisiologicamente rette da principi di libertà negoziale e autonomia privata, e quindi liberamente definibili dalle parti.

Entro tale scenario, la *corporate law*, già tradizionalmente rappresentata come *enabling statute*, assumeva più propriamente la connotazione di disciplina legale a carattere residuale, formulata per offrire ai privati un insieme di regole di *default* tali da approssimare, al massimo grado, la regolazione del rapporto sociale che i soggetti privati avrebbero definito in assenza di costi transattivi. In tal senso, le norme di *corporate law* erano intese come in gran parte derogabili (mediante c.d. "*opt out*") con un (altro) atto di autonomia privata¹⁵⁸.

¹⁵⁵ Così, con un'osservazione di sintesi, D.J. KARJALA, *A Second Look at Special Close Corporation Legislation*, in 58 *Texas L. Rev.*, 1980, 1207.

¹⁵⁶ Sul punto, v. S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 72.

¹⁵⁷ Si riprende qui la classificazione delle norme di *corporate law* in *distributional rules* (che disciplinano la distribuzione degli *asset* tra i soci, quali gli utili annui e l'attivo di liquidazione), *fiduciary rules* (che definiscono gli obblighi di amministratori e azionisti) e *structural rules* (che disciplinano la ripartizione dei poteri all'interno della società e le condizioni di esercizio del potere stesso), formulata da M.A. EISENBERG, in *The Structure of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1461 ss.

¹⁵⁸ Dalla teoria economica dell'impresa come *nexus of contracts* (su cui v. soprattutto M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3 *J. Fin. Econ.*, 1976, 310, i quali qualificarono l'impresa, al pari di altre forme organizzative, come «legal functions, which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals») la dottrina giuridica ricavò, come è noto, la tesi per cui la società opererebbe alla stregua di un contratto, retta quindi da principi di autonomia e libertà negoziale, e che la *corporate law* sarebbe da intendersi come «the standard form contract for issues of corporate structure», liberamente modificabile dalle parti, per consentire un adattamento di quelle regole alle specificità dell'impresa: così, per tutti, F.H.

Anche il diritto di voto veniva inquadrato in una prospettiva contrattualistica e rappresentato come diritto di assumere decisioni sugli aspetti del rapporto sociale non disciplinati nel contratto di società o nella legge, ossia come strumento – convenzionale – di integrazione della disciplina (di matrice legale, nel caso di adesione allo statuto definito nella *corporate law*, o di matrice convenzionale, in caso di *opt out*) della società cui si partecipava¹⁵⁹.

In questo scenario, nel quale si allentava la pervasività dei vincoli legali e si ammetteva come possibile, se non auspicabile, una riscrittura convenzionale delle regole di funzionamento della società, appare plausibile ritenere che un'attenuazione dei vincoli di imperatività espressi dalla disciplina legale, ammessa a livello di *bylaw*, potesse ritenersi ammissibile anche, o *a fortiori*, a livello “parasociale”.

Nel corso degli anni '80, il *favor* verso una estensione del perimetro di validità dei patti tra soci, inclusi quelli atti a modificare le regole di struttura della società, trovò conferma anche sul piano normativo.

Nella versione del *Model Business Corporation Act* adottata nel 1985 si introdusse, infatti, una disciplina specifica in materia di *shareholder agreement* e, in particolare, si riconobbero espressamente come legittimi quegli accordi, relativi a società chiuse, atti a interferire con i poteri legislativamente attribuiti agli amministratori¹⁶⁰.

In senso analogo si espressero diverse legislazioni statali in materia, rico-

EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Corporate Contract*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1416 ss. e spec. 1426 ss.

Le tesi contrattualistiche, ancorché prevalenti, furono oggetto di significative critiche: sul punto, v. soprattutto J.N. GORDON, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1549 ss., il quale rimarcava: i) l'assenza di una chiara opzione normativa per un sistema di “*enabling corporate law*”, giacché le norme derogabili coesistevano, persino nel Delaware, con un insieme di norme imperative e inderogabili; ii) il problema del “governo dell'incertezza”, giacché il contrattualismo spinto avrebbe reso imprevedibili le regole di governo dell'impresa, anche a danno degli azionisti, e avrebbe limitato la funzione chiarificatrice della giurisprudenza; iii) la necessità di tutelare gli interessi sottostanti alla previsione di norme imperative, i quali non è detto che trovino adeguata protezione nel contesto di una regolazione privata del rapporto. Critiche analoghe vennero espresse anche da L.A. BEBCHUK, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desiderable Constraints on Charter Amendments*, in 102 *Harvard L. J.*, 1989, 1820 ss.

¹⁵⁹ F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in 26 *J. L. & Econ.*, 1983, 402-403: «voting exists in corporations because someone must have the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete».

¹⁶⁰ Cfr. Model Statutory Close Corporation Supplement, 1985, § 20. Sul punto v. J.E. OLSON, *Representing Minority Shareholders in Close Corporations under Model Business Corporation Acts*, in 64 *Wash. U. L. Q.*, 1986, 509-510.

noscendo la legittimità di accordi che attribuivano agli azionisti prerogative proprie degli amministratori, oppure delimitando in termini soltanto negativi l'ambito di legittimità dei patti di voto¹⁶¹, con la conseguenza di veicolare l'idea che gli accordi tra soci di società chiuse fossero uno strumento, tra gli altri, di definizione della disciplina delle società.

10.1. *La disciplina dei patti totalitari.*

L'estensione più pronunciata dei margini di validità degli accordi di voto, e quindi l'assimilazione più marcata tra patti sociali e "parasociali", riguardò gli accordi totalitari, per i quali anche le legislazioni statali più severe ammettevano come legittime le limitazioni al potere degli amministratori¹⁶².

D'altra parte, la giurisprudenza negli anni aveva adottato, per i patti totalitari, orientamenti valutativi particolarmente flessibili, sostenuti dall'argomento della strutturale inidoneità di tali patti a ledere le minoranze azionarie. L'illegittimità dei patti totalitari risultava, così, circoscritta alle sole ipotesi di sostanziale esautoramento dell'organo amministrativo o di possibile danno ai creditori sociali¹⁶³.

Ancora, in presenza di patti totalitari, i giudici erano più inclini ad adottare anche rimedi diversi da quello risarcitorio – dal mero ordine giudiziale di dare attuazione ai contenuti dell'accordo¹⁶⁴, all'annullamento delle deliberazioni

¹⁶¹ Per riferimenti di dettaglio, v. ancora S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 72-73.

¹⁶² Cfr. Wis. Statue Ann., 1985, §180.995(12)(a), in J.E. OLSON, (nt. 160), 513.

¹⁶³ Quanto alla prima ipotesi, v. *Gadza v. Kolinski* (1982) 458 N.Y.S. 2d. 387, in senso cnf. a *Burnett v. Word* (1967) 412 S.W.2d 792 e a *Long Park v. Trenton – New Brunswick Theatres* (1948) 297 N.Y. 174; anche sul punto, tuttavia, l'orientamento non appariva granitico: nel senso della legittimità di tali patti si era espressa la sent. *Pohn v. Diversified Industries Inc.* (1973) 403 Ill. F. Supp. 413. Sul punto, v. S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 73-78.

¹⁶⁴ Cfr. *Samuelson v. Starr* (1961) 213 N.Y. Sup. Ct. 889, riferito alla revoca senza giusta causa di un amministratore nominato per effetto di un patto di voto: secondo i giudici, l'accordo con cui tutti gli azionisti di una impresa convenivano di nominare come amministratore un certo soggetto non solo era valido, ma «may be specifically enforced if there is no interference with the rights of creditors or minority stockholders». Su tali basi, ordinano con *injunction* di dare esecuzione all'accordo. Il caso è riportato in S. KRUGER, *Corporate Pooling Agreements and Restriction-of-Directors Agreements*, in 10 *Anglo American L. Rev.*, 1981, 75. In senso analogo, v. *In re Farm Industries* (1963) 41 Del. Ch. 379, in cui citata in W.A. KAAL, *United States of America*, in S. MOCK, K. CSACH, B. HAVEL (eds.), *International Handbook on Shareholders' Agreements*, Berlin-Boston, De Gruyter, 2018, 663).

sociali assunte in difformità dell'accordo di voto, con conseguente ordine di ripetizione della votazione¹⁶⁵.

In altri termini, per i patti totalitari si era andato delineando, nel tempo, un regime specifico, più permissivo, che verosimilmente contribuì anche alla loro diffusione nella prassi societaria.

I patti totalitari erano normalmente stipulati al momento stesso della fondazione della società e concepiti come accordi *a latere* del *bylaw*, adottati per definire dettagliatamente le regole di *governance* dell'impresa e fissarne le linee strategiche, potendo contare al riguardo su margini di libertà negoziale più ampi di quelli consentiti a livello sociale¹⁶⁶.

I patti totalitari assumevano, quindi, propriamente la connotazione di contro-scritture rispetto ai patti sociali, ponendosi in sostanziale continuità rispetto a questi.

L'assimilazione tra *shareholder agreement* totalitari e patti sociali, in termini di efficacia vincolante e di *enforcement*, trovò diretta consacrazione nei primi anni '90, con la modifica al *Model Business Corporations Act*¹⁶⁷ e l'introduzione del § 7.32, ancora vigente, secondo cui gli accordi di voto, se stipulati tra tutti gli azionisti e resi pubblici nelle forme prescritte (l'accordo deve essere realizzato in forma scritta, anche in atto separato dal *bylaw*, e comunicato alla società interessata; l'esistenza dell'accordo deve essere annotata sui certificati azionari in circolazione), possono legittimamente comportare una (anche significativa) limitazione ai poteri degli amministratori (per es. «eliminate the board of directors or restrict the discretions or powers of the board of directors»: così, alla lett. a, n. 1), e sono vincolanti non solo per le parti stipulanti, ma anche per la società e per gli azionisti futuri: chi entra a far parte di una società, in altri termini, si vincola contrattualmente non solo a quanto previsto negli atti "sociali" (*incorporation chart* e *bylaw*), ma anche ai contenuti di patti totalitari che soddisfino le condizioni del § 7.32. Nella disciplina generale dei patti di voto si introduce, quindi, un'importante deroga, nel senso dell'estensione *ultra partes* degli effetti dell'accordo, in netta discontinuità con il regime ordinario di efficacia relativa, pacifico e mai messo in discussione, in quanto direttamente ancorato alla natura stessa (contrattuale) del patto. Inoltre, accordi di questo tipo, modificabili solo con il consenso di tutti gli azionisti

¹⁶⁵ Il riferimento è al caso *Weil v. Berseth* (1966) 220 Conn. A.2d 456, citata, tra gli altri, da T.P. WRIGHT II, (nt. 118), 518-519.

¹⁶⁶ V. tra altri M.A. EISENBERG, (nt. 157), 1465; S.S.N. BULLOCH, (nt. 121), 79.

¹⁶⁷ Cfr. *Changes in the Revised Model Business Corporation Act – Amendments Pertaining to Closely Held Corporations*, 46 *Bus. Law*, 1990, 297 ss.

(salvo che nel patto non si preveda diversamente) e sono soggetti a *specific enforcement*¹⁶⁸.

Si è giunti, così, con un diverso processo evolutivo, ad adottare per i patti totalitari un approccio simile a quello proprio della tradizione inglese¹⁶⁹, nel quale, sin dagli anni '60, gli accordi tra soci, anche a carattere informale, sono intesi come sostitutivi di una delibera assembleare, e quindi vincolanti per la società, quando il patto coinvolga tutti i soci titolari di diritto di voto su quella materia¹⁷⁰. L'assimilazione si estende anche alle deliberazioni c.d. straordinarie, cosicché il patto totalitario può operare come strumento di modifica degli *articles*, alternativo ai procedimenti formali, legislativamente previsti¹⁷¹, ove siano rispettati specifici oneri pubblicitari – gli stessi previsti per i patti sociali¹⁷².

¹⁶⁸ Cfr. W.A. KAAL, (nt. 164), 660 ss.

¹⁶⁹ Nel Regno Unito, la disciplina dei patti totalitari sembra discendere dal marcato contrattualismo che connota il sistema di *company law* e che investe anche i processi deliberativi interni all'impresa, anch'essi inquadrati in una dimensione sostanzialmente negoziale. La deliberazione assembleare, in particolare, è tradizionalmente descritta come manifestazione di volontà non già dell'ente, ma dei suoi *member*; essa, grazie al filtro della *corporation*, può essere adottata a maggioranza, anziché all'unanimità, come invece previsto nell'ordinario regime contrattuale (v. per tutti, L.C.B. GOWER, *Principles of Modern Company Law*², London, Stevens, 1957, 508). In coerenza con queste premesse, già negli anni '20 del Novecento i giudici giunsero ad affermare che il consenso prestato dagli azionisti separatamente, e persino in momenti differenti – e quindi al di fuori del procedimento assembleare – potesse dirsi sostanzialmente equivalente a una formale deliberazione: cfr. *Parker and Cooper Ltd. v. Reading* (1926), 1 Ch. 975, in F.B. PALMER, *Company Law*²⁰, London, Stevens & Sons, 1959, 474. Su queste basi, si sviluppò l'evoluzione successiva, che portò più direttamente a qualificare un accordo di voto tra soci, anche a carattere informale, come sostitutivo di una delibera assembleare.

¹⁷⁰ Cfr. *In re Duomatic Ltd.* (1969), 2 Ch. 365. Il caso era riferito alla quantificazione e al conseguente pagamento della remunerazione degli amministratori, definita di concerto da tutti i soci, senza però un passaggio deliberativo assembleare. Per un'analisi del caso si fa rinvio a R. GRANTHAM, *The Unanimous Consent Rule in Company Law*, in 52 *Cambridge L. J.*, 1993, 247-248.

¹⁷¹ Così in *Cane v. Jones* (1980) 1 W.L.R. 1451, riportata tra gli altri in C. BAXTER, *The Role of the Judge in Enforcing Shareholder Rights*, in 42 *Cambridge L. J.*, 1983, 97 ss. In senso cnf., v. anche *In re Horsley & Weight Ltd.* (1982) 4 Ch. 442, citata in R. GRANTHAM, (nt. 170), 268.

¹⁷² Cfr. § 380 (4)(c) del Companies Act del 1985, che recepisce i principi giurisprudenziali emersi in materia di patti totalitari, prescrivendo, inoltre, il rispetto degli specifici adempimenti pubblicitari. La disciplina è rimasta sostanzialmente invariata nel *Companies Act* del 2006, all'oggi vigente: v. in combinato disposto sect. 17 e sect. 29.

11. *I voting agreement nel diritto vivente.*

Il coordinamento contrattuale di voto presenta, nel diritto vivente americano, elementi di continuità con l'esperienza fin qui esaminata e, al contempo, profili di evidente novità.

Per un verso, infatti, persiste il ricorso a *voting agreement* come strumento ordinario *private ordering* nelle società chiuse. Per altro verso, negli anni recenti, la ricostruzione del fenomeno parasociale come proprio, se non esclusivo, delle società "chiuse" ha subito interessanti evoluzioni, essenzialmente dovute al ruolo e all'attività svolta dai fondi di investimento. Le innovazioni, al riguardo, investono due diversi profili: l'evidenza del fenomeno "parasociale" anche nelle società quotate e il ricorso ad accordi tra soci come strumento di *governance* nelle *startup* partecipate da fondi di investimento.

11.1. *Il private ordering per via parasociale nelle società chiuse.*

Nelle società chiuse gli *shareholder agreement* si sono affermati, nel tempo, come strumento pressoché ordinario di regolazione dei rapporti sociali, che consente di giungere a una sostanziale ridefinizione delle regole di funzionamento della società, adattandole alle esigenze degli stipulanti, i quali normalmente esprimono il gruppo di controllo della società¹⁷³.

I vantaggi del ricorso a patti parasociali, in alternativa a un intervento sul *bylaw* o sulla *incorporation chart*, pure possibile e pure di ampiezza non marginale, si apprezzano sotto diversi profili: il carattere di riservatezza del patto (che investe tanto l'esistenza di un patto quanto i suoi contenuti), in contrapposizione al tenore necessariamente pubblico dei patti sociali¹⁷⁴; una maggio-

¹⁷³ La diffusione dei patti nelle società chiuse è un dato ampiamente sottolineato anche dalla dottrina recente: v., *ex multis*, W.A. KAAL, (nt. 164), 646; G. RAUTERBERG, *The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance*, in 38 *Yale J. Regulation*, 2021, 1124, 1127-1128; V. RICKS, *Strategic Shareholder and Member Voting Agreements Under Texas Business Entity Law*, in 68 *Baylor L. Rev.*, 2016, 335.

Il fenomeno è tanto diffuso che l'*American Bar Association* ha ritenuto di pubblicare un documento di sintesi, nel quale si segnalano i profili contenutistici più critici e si forniscono opportuni accorgimenti tecnici per evitare le contestazioni di validità dell'accordo o di alcune sue clausole: cfr. Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York, *The enforceability and Effectiveness of Typical Shareholder Agreement Provisions*, in 65 *Business Lawyer*, 2010, 1153-1203.

¹⁷⁴ Nelle società chiuse, la trasparenza degli *shareholder agreement*, quando prevista, è comunque strutturata come onere, alla cui esecuzione è associato (in presenza di ulteriori con-

re flessibilità nelle forme di adozione e di modifica, giacché gli *shareholder agreement*, retti dalle norme in materia di contratti, possono essere modificati con il consenso unanime dei soci (o con criteri maggioritari, se previsti nell'accordo), ma non richiedono procedimenti deliberativi formali di modifica e, soprattutto, non richiedono la collaborazione dell'organo amministrativo, che in diverse giurisdizioni è invece chiamato a formulare la proposta di modifica degli *articles*, poi sottoposta all'approvazione sociale¹⁷⁵; e soprattutto, una maggiore flessibilità nella definizione dei contenuti del patto e, quindi, un più ampio margine di esercizio dell'autonomia privata. Le norme in materia societaria, infatti, pur particolarmente flessibili e tendenzialmente *enabling*¹⁷⁶, presentano comunque un nucleo minimo di previsioni (relative soprattutto all'articolazione dei poteri endo-societari) che restano inderogabili per via "sociale"¹⁷⁷; queste, invece, possono essere validamente ridefinite per via "para-sociale", anche intervenendo sull'equilibrio di poteri interno alla società e attribuendo ai soci funzioni che, nel regime legale ordinario, spetterebbero necessariamente agli amministratori¹⁷⁸.

In tal senso, in linea con gli orientamenti giurisprudenziali consolidatisi nei decenni precedenti, e pure al netto di fisiologiche oscillazioni tra i diversi stati,

dizioni) il beneficio di opponibilità ed efficacia *ultra partes* del patto; la pubblicità non costituisce, però, una condizione di validità dell'accordo: sul punto, v. il paragrafo precedente.

¹⁷⁵ Cfr. J.E. FISCH, *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, in 99 *Wash. L. Rev.*, 2021, 927 ss.

¹⁷⁶ Si ritiene che le vigenti legislazioni americane in materia di *corporate law*, al netto delle variazioni pure sussistenti tra uno Stato e l'altro, siano complessivamente più flessibili di quelle europee, per la maggiore incidenza di norme derogabili e, quindi, per i più ampi margini di autonomia negoziale che residuano in capo ai soci. Sul punto, si fa rinvio, tra gli altri, a J. DAMMANN, *The Mandatory Law Puzzle: Redefining American Exceptionalism in Corporate Law*, in 65 *Hastings L. J.*, 2014, 441 ss.

¹⁷⁷ Ciò può dirsi anche con riguardo alla legislazione del Delaware, malgrado questa sia nota per il fatto di esprimere livelli elevati di flessibilità e derogabilità: cfr., anche per riflessioni comparatistiche, K. PISTOR, Y. KEINAN, J. KLEINHEISTERKAMP, M.D. WEST, *Innovation in Corporate Law*, in 31 *J. Comp. Econ.*, 2003, 676 ss. Per un inquadramento generale sulle caratteristiche della *corporate law* in Delaware e sui margini di autonomia negoziale garantiti a livello statutario, v. E.P. WELCH, R.S. SAUNDERS, *Freedom and its Limits in the Delaware General Corporation Law*, in 33 *Del. J. Corp. Law*, 2008, 845 ss.

¹⁷⁸ Cfr. tra tutti, e data l'importanza relativa che esso ricopre, il § 350 del *Delaware Code* nella versione oggi vigente: «A written agreement among the stockholders of a close corporation holding a majority of the outstanding stock entitled to vote, whether solely among themselves or with a party not stockholder, is not invalid, as between the parties to the agreements, on the ground that it so relates to the conduct of the business affairs of the corporation as to restrict or interfere with the discretion or powers of the board of directors».

continuano ad essere ritenuti legittimi non solo i patti di voto relativi alla nomina degli amministratori, nelle loro diverse forme di manifestazione (dalla designazione degli amministratori nel patto alla rinuncia del diritto di voto da parte di alcuni soci¹⁷⁹) o quelli relativi alla revoca degli stessi¹⁸⁰, ma anche i patti che definiscono la struttura interna del consiglio, fissano *quorum* speciali per le decisioni di gestione o limitano altrimenti il potere degli amministratori, trasferendolo in capo ai soci¹⁸¹, con il solo limite – enunciato nella giurisprudenza più risalente e ormai consolidato – dell'esautoramento di fatto dell'organo amministrativo¹⁸².

In altri termini, gli *shareholder agreement* consentono di esprimere oggi, al massimo grado possibile, il *private ordering* in ambito societario¹⁸³.

Il fenomeno, tuttavia, ha assunto nella prassi societaria una portata tale da far sorgere il rischio di una sostanziale frammentazione della disciplina delle società chiuse, in contrasto con quei principi di standardizzazione e uniformità dei modelli, assicurati dal regime legale di *corporate law* e considerati garanzia di stabilità e certezza nell'organizzazione di impresa e, quindi, di facilitazione delle decisioni di investimento. Peraltro, la riscrittura di fatto del regime giuridico delle società chiuse potrebbe essere realizzata in condizioni di assoluta opacità, non sussistendo obblighi legali di *disclosure* del patto e dei suoi contenuti che consentano ai terzi di conoscerne e valutarne l'incidenza in concreto sugli assetti proprietari e di controllo dell'impresa. Da qui, una serie sollecitazioni dottrinali orientate, non tanto verso un incremento della trasparenza

¹⁷⁹ Cfr. tra gli ultimi, *Klaassen v. Allegro Development Corp.* (2013), Del. C.A. 8626-VCL, cit. da M.H. NORTON, *Shareholder Agreements: Recent Lessons from the Delaware Courts*, in *ABA Bus. Visions Newsletter*, 2019.

¹⁸⁰ Cfr. *Frechter v. Zier* (2017) Del. Ch. WL 345142, citato da G. RAUTERBERG (nt. 173), 1140-1142.

¹⁸¹ Avendo cura – si suggerisce nel documento ABA cit. nella nota 173 *supra* – di dare indicazione, nel *bylaw* o nei certificati azionari, dell'esistenza di un patto di controllo limitativo dei poteri degli amministratori, onde evitare di incorrere nella contestazione di violazione dei doveri fiduciari nei confronti della società e delle minoranze, doveri che si ritengono sussistenti non solo in capo agli amministratori, ma anche agli azionisti di controllo: cfr. sul punto, il § 350 del Del. Code (nt. 178 *supra*) e, in giurisprudenza, *Kahn V. Lynch Commc'n Sys.* (1994) 638 Del. A.2d 1110.

¹⁸² Così, nella giurisprudenza recente del Delaware, *Schroeder v. Buhannic* (2018) Del. Ch. C.A. 2017-0746-JTL, in M.H. NORTON, (nt. 179).

¹⁸³ Così, J.E. FISCH, (nt. 175), 927; in giurisprudenza, v. tra gli ultimi, *Rohe v. Reliance Training Network Inc.* (2000) Del. Ch. WL 1038190, pubblicata in 27 *Del. J. Corp. Law*, 2002, 428 ss.: «stockholder can bind themselves contractually in shareholder agreement in a manner that cannot be permissibly accomplished through an incorporation chart» (436).

dei patti, quanto piuttosto verso una limitazione del *private ordering* anche a livello pattizio¹⁸⁴, fino al punto di sostenere – in netto contrasto con le visioni “contrattualistiche” dell’impresa – che siano legittime soltanto le deroghe al regime legale fondate su una espressa previsione legislativa legittimante¹⁸⁵.

11.2. *L’evidenza di voting agreement nelle società quotate.*

Tra i fenomeni di più recente emersione, relativi ai patti di voto, è senz’altro da segnalarsi l’evidenza del ricorso a strumenti di coordinamento azionario anche nell’ambito delle società quotate.

Nella percezione diffusa, gli *shareholder agreement* sarebbero estranei alla realtà delle società quotate americane¹⁸⁶, per ragioni che la dottrina riconduce, per un verso, alle peculiarità dell’azionariato, i cui livelli di diffusione¹⁸⁷ sarebbero difficilmente compatibili con il coordinamento azionario; e, per altro verso, alle specificità del sistema legislativo americano, che sembrerebbe esprimere, sul piano comparatistico, livelli di protezione delle minoranze azionarie così elevati da rendere poco conveniente il ricorso a strumenti costitutivi di controllo societario¹⁸⁸. A sottolineare l’estraneità degli *shareholder agreement* alle dinamiche delle società quotate contribuiva, fino a qualche anno fa, anche la previsione del Model Business Corporations Act

¹⁸⁴ K. GREENFIELD, *The End of Contractarianism? Behavioural Economics and the Law of Corporations*, in E. ZHAMIR, D. TEICHMAN (eds.), *The Oxford Handbook of Behavioural Economics and Law*, Oxford, OUP, 2014, 524; nonché G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *Shareholder Voting and the Symbolic Politics of Corporation as a Contract*, in 53 *Wake Forest L. Rev.*, 2018, 511 ss. e spec. 530 ss. (in chiara adesione a concezioni “istituzionalistiche” dell’impresa).

¹⁸⁵ Così, con posizioni piuttosto radicali, J.E. FISCH, (nt. 175), 919 ss., in continuità con la tesi già sostenuta in *Governance by Contract: The implication for Corporate Bylaws*, in 106 *California L. Rev.*, 2018, 373 ss. e spec. 380.

¹⁸⁶ Così, tra gli altri, S S.N. BULLOCH, (nt. 121), 62; H. MASULLO, *Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: A Comparison Between the US and Brazil*, in 12 *Braz. J. Int’l L.*, 2015, 402; M. VENTORUZZO, *Why Shareholder Agreements are not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of Explanation*, in *Bocconi Legal Papers* n. 42/2013, 3.

¹⁸⁷ Nella letteratura economica è diffuso il convincimento che le società quotate americane siano tendenzialmente a capitale diffuso e che il livello di diffusione del capitale sia assai più elevato di quello riscontrabile altrove: v., tra gli altri, R.M. STULZ, *The Limits of Financial Globalization*, in 60 *J. Finance*, 2005, 1595 ss.; J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006, 40 ss.

¹⁸⁸ Una sintesi delle argomentazioni può leggersi in M. VENTORUZZO, (nt. 186), 3 ss.

per cui gli accordi in essere cessavano di avere validità nel caso di quotazione della società¹⁸⁹.

Tuttavia, diversi fattori contribuiscono a temperare l'assolutezza di tale rappresentazione.

In primo luogo, il dato storico, di cui si diceva nei paragrafi precedenti e che sembra smentire l'incompatibilità di principio degli strumenti di coordinamento azionario con la logica delle grandi società di capitali¹⁹⁰.

In secondo luogo, le evidenze offerte da recenti studi empirici sulla composizione del capitale delle società quotate, i quali sembrano fornire una descrizione dell'azionariato non del tutto aderente alle rappresentazioni tradizionali e, soprattutto, non incompatibile con la possibilità di un coordinamento tra azionisti. Risulta, infatti, che la maggioranza delle società quotate sia connotata dalla presenza di *blockholder*, i quali in media detengono congiuntamente quote di capitale piuttosto significative, compatibili con l'esercizio di un controllo congiunto (di fatto) dell'impresa¹⁹¹ e quindi, *a fortiori*, con un ipotetico coordinamento di voto. In uno scenario così connotato, e nell'ambito di una realtà composita e variegata quale quella americana, sembra difficile formulare conclusioni nette quanto all'assoluta estraneità dei patti di voto alle società quotate. Certo, la casistica – abbondante rispetto alle società chiuse – non offre evidenze in materia; ma ciò non basta ad escludere che il fenomeno possa comunque presentarsi, giacché eventuali controversie potrebbero pur sempre essere definite per via arbitrale, sì da preservare anche il carattere di riservatezza dell'accordo.

Infine, il riscontro empirico, confermato in studi in materia, del frequente

¹⁸⁹ Così sottolinea J.E. FISCH, (nt. 175), 934-935. La previsione, introdotta nel 2003, è stata abrogata nel 2017.

¹⁹⁰ I *voting trust*, come si ricordava, interessarono soprattutto le grandi *corporations* e anche l'arretramento nel ricorso ai *voting trust* fu conseguenza non già di una carenza di interesse verso il coordinamento azionario, quanto piuttosto di una serie di interventi normativi (obblighi di trasparenza e oneri fiscali) che ne limitarono l'intrinseca convenienza.

¹⁹¹ Il riferimento è soprattutto allo studio di C.G. HOLDERNESS, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, in 22 *Rev. Financial Studies*, 2009, 1377-1407. Lo studio esamina la composizione del capitale di 375 società quotate americane, selezionate randomicamente, e riscontra che nel 96% delle società esaminate sono presenti *blockholder* (ossia di azionisti rilevanti, detentori di quote di capitale sociali pari almeno al 5%) e che la quota di capitale che questi congiuntamente detengono è, in media, pari al 39%. Tali risultati si pongono in continuità con quelli emersi in altri studi sugli azionisti rilevanti (il riferimento è a S.C. GILSON, *Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default*, in 26 *J. Fin. Econ.*, 1990, 355-387) relativi a contesti più specifici e circostanziati (nel caso di specie, azionisti finanziari in contesti di fallimento dell'impresa).

ricorso, a margine delle operazioni di quotazione, a patti tra soci volti a influenzare la definizione degli assetti proprietari e di governo dell'impresa, nonché della persistenza di tali accordi anche dopo la IPO¹⁹².

Accordi del genere, la cui *disclosure* è realizzata in esecuzione degli obblighi informativi preventivi alla quotazione, presentano tipicamente un contenuto complesso (patti di voto, di blocco e di controllo) e sono volti a condizionare la *governance* dell'impresa durante la fase della quotazione, o anche in una fase successiva, sottraendola alle dinamiche ordinarie, e quindi al potere condizionante degli amministratori. Nella maggior parte degli accordi, si provvede a definire la composizione del *board*, individuandone direttamente i componenti o fissando quote di riserva di nomina per ciascuna delle parti contraenti, sì da garantire loro un'adeguata rappresentanza nel consiglio; o ancora, si attribuiscono ad alcuni firmatari specifici poteri di veto, in relazione all'adozione di decisioni di importanza strategica fondamentale (tra queste, cambi di controllo, nomina del *ceo* o emissione di nuove azioni).

Sul piano della composizione soggettiva di tali accordi, elemento ricorrente è la partecipazione di investitori istituzionali (e specialmente di fondi di *private equity* e *venture capital*, nonché *hedge fund*), detentori di partecipazioni rilevanti al capitale dell'impresa in quotazione, insieme a persone fisiche (tipicamente, i soci fondatori) e, in diversi casi, alla società stessa¹⁹³. Tali dati sembrano, quindi, confermare che il coordinamento per l'esercizio del voto richieda certi livelli di concentrazione proprietaria e sia facilitato dall'omogeneità dei soggetti coinvolti¹⁹⁴.

E proprio tale rilievo induce a ritenere come possibile, in un futuro prossimo, un incremento nel ricorso a patti tra soci nelle società quotate, in ragione delle recenti evoluzioni nella composizione del capitale delle stesse.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008, a fronte della netta ri-

¹⁹² Cfr. G. RAUTERBERG (nt. 173), 1124 ss., da cui si traggono le informazioni riportate. L'a. realizza uno studio empirico su un campione di 901 società americane che hanno effettuato una procedura di quotazione negli anni 2013-2018, riscontrando che, nella maggioranza dei casi, le imprese erano interessate, prima della IPO, da accordi di voto (circa il 55% del totale) e che, in una quota non marginale di queste (circa il 15%), si prevedeva che, anche dopo la quotazione, la società sarebbe stata retta da un patto parasociale – quello preesistente o uno nuovo. In molti casi, peraltro, tali accordi vedevano tra i firmatari anche la società stessa, che assumeva l'obbligo di effettuare ogni ragionevole sforzo (*best or reasonable effort*) per l'attuazione del patto.

¹⁹³ Cfr. G. RAUTERBERG, (nt. 173), 1148-1158.

¹⁹⁴ Tale rilievo è pressoché pacifico nella letteratura economica, di stampo *behavioral*, in materia di coordinamento strategico: v. tra tutti, M. IVALDI *et al.*, *The economics of tacit collusion*, 2003, https://ec.europa.eu/competition/mergers/studies_reports/the_economics_of_tacit_collusion_en.pdf.

duzione di investimenti in fondi c.d. “attivi”, si è registrata una crescita pressoché esponenziale degli investimenti in fondi c.d. “passivi”, i quali sono divenuti azionisti “rilevanti” di un numero significativo di società quotate. In un mercato fortemente concentrato, nel quale dominano sostanzialmente tre grandi operatori, non è infrequente riscontrare che una stessa società sia partecipata da più fondi e che questi partecipino, congiuntamente, a una serie di società, anche tra loro concorrenti¹⁹⁵. In tale scenario, l’incentivo ad adottare politiche di coordinamento strategico per condizionare la *governance* delle imprese interessate è di per sé elevato, e potrebbe coinvolgere anche l’esercizio del voto in assemblea, contesto nel quale il peso di tali fondi è già chiaramente percepito¹⁹⁶.

11.3. *Gli accordi di voto in startup partecipate da fondi di venture capital.*

Negli anni recenti, il ricorso a *shareholder agreement* si è affermato come routinario anche nelle *startup* partecipate da fondi di *venture capital*.

Per le loro caratteristiche, tali imprese appaiono sostanzialmente discontinue rispetto al modello delle *closed corporation* tradizionali: pur non essendo quotate, esse presentano, infatti, un numero considerevole di azionisti, un significativo grado di vivacità nello scambio delle partecipazioni, realizzato attraverso piattaforme di *trading*, e un assetto gestorio particolarmente accentrato¹⁹⁷.

La caratteristica quasi-ibrida di tali società fa sì che la disciplina delle società chiuse, cui sarebbero soggette, non sempre risulti adeguata; da qui, un

¹⁹⁵ Così J. FICHTNER, E.M. HEEMSKERK, J.G. BERNARDO, *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and financial risk*, in 19 *Business & Politics*, 2017, 298-346. Gli autori riportano, per i fondi passivi, quote di mercato per l’anno 2015 pari al 34% dell’azionariato complessivo delle società quotate; si tratta di una incidenza sostanzialmente doppia rispetto a quelli registrati nel 2005.

Sull’incidenza dei fondi passivi, anche prima della crisi finanziaria, v. anche G.A. HOLTON, *Investor Suffrage Movement*, in 62 *Financ. Analysts J.*, 2006, 15-20; nonché, G.F. DAVIS, *A New Financial Capitalism? Mutual Funds and Ownership re-concentration in the United States*, in 5 *Eur. Management Rev.*, 2008, 11-21, il quale riporta la presenza di partecipazioni rilevanti (*blockholdings*) del 5%, da parte dei fondi di investimento passivi, in centinaia di società quotate americane.

¹⁹⁶ Cfr. D. SHAPIRO LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 2017, Coase-Sandor Working Paper Series in Law & Economics, University of Chicago (https://chicago.unbound.uchicago.edu/law_and_economics/846).

¹⁹⁷ Così osserva J.E. FISCH, (nt. 175), 927.

frequente ricorso ad accordi tra azionisti – la cui conclusione è sollecitata dai fondi di *venture capital* ed è spesso posta a condizione dell'investimento stesso – per integrare o modificare, in via negoziale, la disciplina legale, adattandola alle specificità e alle esigenze di tali imprese¹⁹⁸.

Tali accordi, tipicamente a contenuto complesso (patti di voto, di blocco e di controllo), consentono di fatto di definire, in maniera quasi sartoriale, l'assetto di governo e di controllo delle *startup* interessate.

Quanto all'esercizio del diritto di voto, i contenuti di tali patti sono essenzialmente riferiti al potere di nomina del consiglio di amministrazione, con clausole che definiscono la struttura e la composizione del *board*, garantendo un'adeguata rappresentanza ai diversi finanziatori, oppure attribuiscono a specifici azionisti (*i.e.* a specifici fondi di *venture capital*) particolari diritti o poteri di nomina (e quindi di controllo) disproporzionali rispetto alla partecipazione sociale detenuta.

Le clausole di voto coesistono, poi, con pattuizioni più direttamente collegate all'esercizio del potere di controllo, con clausole che prevedono il coinvolgimento degli azionisti nella gestione *day-by-day* o su specifiche operazioni individuate nell'accordo, o più in generale nella definizione della *policy* della società. A complemento di tale assetto, si definiscono normalmente anche le condizioni di trasferimento delle partecipazioni e si disciplina l'*exit* degli investitori¹⁹⁹.

La possibilità di intervento in via contrattuale, per adeguare la disciplina vigente alle necessità poste da un fenomeno economico nuovo, è tendenzialmente considerata come evidenza del valore aggiunto di un sistema di *corporate law* a carattere sostanzialmente *enabling* che, sfruttando appieno le potenzialità e la flessibilità dello strumento contrattuale, consente di giungere a una regolazione adeguata del rapporto sociale, senza necessità di interventi

¹⁹⁸ Il fenomeno è ormai ampiamente documentato: oltre al contributo J.E. FISCH, (nt. 175), 915 ss., specificamente dedicato all'argomento, v. anche E. POLLMAN, *Startup Governance*, in 168 *Univ. Penn. L. Rev.*, 2019, 155 ss.; D.T. JANIS, *Venture Capital Shareholder Agreements – More Attention Now, Less Heartache Later*, in *Bus. Law Today*, 2017, 1; S.W. STEVENSON, *The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties*, in 51 *Duke L. J.*, 2001, 1139 ss. Lo stesso report ABA del 2010 (nt. 173) lo segnalava nel suo *incipit*: «agreements among two or more shareholders of a corporation are commonly used in connection with private equity and venture capital investments» (1155).

¹⁹⁹ Per un'analisi di dettaglio dei contenuti di tali accordi, si fa rinvio a S.W. STEVENSON (nt. 198), 1154-1164; B.J. BROUGHMAN, *The Role of Independent Directors in Startup Firms*, in *Utah L. Rev.*, 2010, 461 ss., e spec. 472 ss.

normativi²⁰⁰. D'altra parte, però, si sottolinea come proprio l'incidenza in concreto del *private ordering* in tale contesto sia tale da creare, per gli enti societari interessati, una regolazione di fatto parallela rispetto a quella legale, con conseguenti problemi di limitazione del grado di certezza e prevedibilità della disciplina applicabile e di tutela di sottoscrittori, azionisti e terzi, per via del carattere di riservatezza degli accordi stessi²⁰¹.

Si tratta, in ogni caso, di un fenomeno (quello del ricorso a strumenti contrattuali per sopperire all'inadeguatezza degli schemi legali normativamente previsti) non nuovo all'esperienza americana e che – come già accaduto per le *closely-held corporation* – potrebbe portare, man mano che tali accordi saranno soggetti a vaglio giurisprudenziale, all'emergere di una *common law* in materia, eventualmente in funzione anticipatoria di una disciplina legale specifica, ove ritenuta necessaria.

²⁰⁰ Sul punto, v. ancora S.W. STEVENSON (nt. 198), 1165 ss. (con sollecitazioni al ricorso a *shareholder agreements* anche per la soluzione dei problemi tipici che si pongono nelle *closely-held corporation* ordinarie); nonché, P. GIUDICI, P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe)?*, in 20 *EBOR*, 2019, 597 ss. e spec. 602 ss., i quali sottolineano i vantaggi competitivi derivanti dal tenore *enabling* della legislazione del Delaware, anche nella prospettiva di supporto alla crescita di queste strutture di impresa, e sollecitano l'adozione in Italia di opportuni interventi normativi, nel contesto della s.r.l., che portino a un ragionevole temperamento di alcuni limiti di imperatività che tale disciplina esprime e che ne ostacolano la piena funzionalità in contesti innovativi che coinvolgono investimenti finanziari.

²⁰¹ Così, ancora, denuncia J.E. FISCH, (nt. 175), 945 ss.

Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate

The board of directors in the internal control and risk management system of listed corporations

Peter Agstner, Sebastiano Costa *

ABSTRACT:

Una *new corporate governance* sta segnando il mondo delle grandi società per azioni, con i legislatori nazionali e sovranazionale sempre più sensibili all'integrazione delle vitali questioni ambientali e sociali nella regolamentazione dei processi allocativi del mercato. Tale evoluzione incide, *inter alia*, sul ruolo del consiglio di amministrazione (specialmente) delle società quotate, e ciò in ragione dei mutati condizionamenti imposti per la gestione dei rischi dell'attività d'impresa. L'obiettivo del presente contributo è proprio quello di indagare il ruolo attuale del *plenum* consiliare nella gestione dei rischi d'impresa. In effetti, tra le funzioni di alta amministrazione, la conformazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi, nelle quotate generalmente rimessa al Codice di autodisciplina, assume un peso decisivo. A tale riguardo, particolare attenzione viene rivolta all'evoluzione del *risk management* nel suo sviluppo storico-diacronico e nel raffronto comparatistico con fondamentali esperienze straniere di autodisciplina.

A new corporate governance is marking the world of large joint-stock companies, with national and supranational legislators increasingly sensitive to the integration of vital environmental and social issues into the regulation of market allocation processes. This evolution affects, inter alia, the role of the board of directors (especially) of listed companies,

* Peter Agstner è ricercatore di diritto commerciale (tipo B), Libera Università di Bolzano; e-mail: peter.agstner@unibz.it. Sebastiano Costa è ricercatore di diritto commerciale (tipo B), Università degli Studi di Bergamo; e-mail: sebastiano.costa@unibg.it.

Il presente lavoro è il risultato dell'approfondimento dei contributi destinati al *Commentario al Codice di Corporate Governance*, a cura di A.A. AWWAD, F. BORDIGA, Torino, Giappichelli, in corso di pubblicazione. Più di preciso, vanno assegnati a Peter Agstner i paragrafi 2 e 3; a Sebastiano Costa i paragrafi 4, 5, 6, 7 e 8; mentre i paragrafi 1 e 9 sono da riferirsi a entrambi gli autori.

due to the changed constraints imposed on the management of business risks. The objective of this contribution is precisely to investigate the current role of the board in enterprise risk management. Indeed, among the functions of senior management, the conformation of the internal control and risk management system, in listed companies generally regulated by the Corporate Governance Code, assumes a decisive weight. In this regard, particular attention is paid to the evolution of risk management in its historical-diachronic development and comparative juxtaposition with fundamental foreign self-regulatory experiences.

SOMMARIO:

1. La *corporate governance* “sostenibile” e l’oggetto d’indagine. – 2. Evoluzione storica: traiettorie generali. – 2.1. I primi passi dell’autoregolamentazione (Codice Preda e revisione del 2002). – 2.2. La transizione verso un sistema pienamente inclusivo del *risk management* (la nuova edizione del 2006, la modifica del 2011 e i successivi aggiornamenti). – 3. Il Codice di *corporate governance* nel panorama comparatistico. – 3.1. Il sistema dei controlli interni nell’autodisciplina inglese. – 3.2. ... e nell’autodisciplina tedesca. – 3.3. ... e nell’autodisciplina olandese. – 4. Il sistema di controllo interno nell’organizzazione d’impresa. – 5. La gestione del rischio nel sistema di controllo interno. – 6. I poteri del *plenum* consiliare: la determinazione delle linee di indirizzo. – 7. (*segue*). La valutazione di adeguatezza e di efficacia per il successo sostenibile dell’emittente. – 8. (*segue*). I flussi informativi e il coordinamento. – 9. Conclusioni.

1. La corporate governance “sostenibile” e l’oggetto d’indagine.

Una *new corporate governance* sta segnando il mondo delle grandi società per azioni (e non solo)¹. Il cambio di paradigma alla base di tale mutamento² può, con una certa dose di inevitabile approssimazione, così sintetizzarsi: si passa da una concezione dell’impresa incentrata sulla massimizzazione del profitto dei soci (*shareholder value maximization*), fedele a quello che comunemente viene etichettato come *Friedman doctrine*³, ad un governo societario

¹ Si veda O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper n. 640/2022, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; nella stessa direzione, anche se con impostazione e conclusioni differenti, C.M. BRUNER, *Corporate Governance Reform and the Sustainability Imperative*, in 131 *Yale L. J.*, 2022, 1217 ss.; nella nostra dottrina, similmente, G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss., 1102.

² S. KUHN, *La struttura delle rivoluzioni scientifiche*² (trad. it., da cui si cita), Torino, Einaudi, 1962/2009, *passim*, in part. 19 ss.

³ M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in *The New York Times Magazine*, 13.9.1970, su cui si vedano ora i contributi di commento raccolti

illuminato da un più accentuato *stakeholderism*, diretto a promuovere il successo “sostenibile” della società stessa⁴. Senza volere disconoscere il potere della narrazione nella costruzione e diffusione di certe idee giuridiche⁵, è tuttavia innegabile che tale cambio di prospettiva, *per un verso*, ha dato rinnovato vigore alla discussione su tematiche “classiche” del diritto commerciale (quali la responsabilità sociale dell’impresa⁶ e il *corporate purpose*⁷) e, *per l’altro verso*, ha condotto all’emersione di fenomeni “nuovi”, quali la finanza

da L. ZINGALES, J. KASPERKEVIC, A. SCHECHTER (eds.), *Milton Friedman 50 Years Later*, Chicago, ProMarket, 2020, 1 ss.; nella dottrina italiana, fra diversi, L. ENRIQUES, *Missing in Today’s Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285 ss.

⁴Per il dibattito, cfr., con posizioni notoriamente contrapposte, L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in 106 *Cornell L. Rev.*, 2020, 91 ss.; D.S. LUND, E. POLLMAN, *The Corporate Governance Machine*, in 121 *Columbia L. Rev.*, 2021, 2563, 2634; e C. MAYER, *Shareholderism versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction. A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*, ECGI Law Working Paper n. 522/2020, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; per dati empirici, L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, *For Whom Corporate Leaders Bargain*, in 94 *S. Cal. L. Rev.*, 2021, 1467.

⁵M.J. ROE, R. SHAPIRA, *The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking*, ECGI Law Working Paper n. 554/2020, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; più diffusamente, M.J. ROE, *Missing the Target. Why Stock Market Shot-Termism is Not the Problem*, Oxford, OUP, 2022, 1 ss.; J.R. MACEY, *Corporate Law as Myth*, in 93 *S. Cal. L. Rev.*, 2020, 923, 943 ss., discordando, tra l’altro, del “mito” della *shareholder wealth maximization*.

⁶Nella oramai sterminata letteratura, cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 432 ss.; F. DENOZZA, *Responsabilità dell’impresa e “contratto sociale”: una critica*, in *Diritto, mercato ed etica. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, Egea, 2010, 269 ss.; ID., *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in questa *Rivista*, 2021, 29 ss.; M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell’impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.; B. BRUNK, *Menschenrechtscompliance*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022, 39 ss.; H. FLEISCHER, *Corporate Social Responsibility*, in *AG*, 2017, 509 ss.; M. NIETSCH (hrsg.), *Corporate Social Responsibility Compliance*, München, C.H. Beck, 2021, 1 ss.

⁷Cfr., in argomento, U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law*, in *ECFR*, 2021, 161 ss.; ID., *Gesetzliche Unternehmenszielbestimmungen im Aktienrecht*, in *ZGR*, 2017, 411 ss.; M. HABERSACK, *Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht*, in *AcP*, 2020, 594 ss.; J.E. FISH, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Should Corporations Have a Purpose?*, in 99 *Tex. Law Rev.*, 2021, 1309 ss.; E.B. ROCK, *For Whom Is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose*, in 76 *Bus. Lawyer*, 2021, 363 ss.; nonché i contributi raccolti in E. POLLMAN, R.B. THOMPSON (eds.), *Research Handbook on Corporate Purpose and Personhood*, Cheltenham, Edward Elgar, 2021.

sostenibile e l'*ESG governance* (*Environmental, Social, Governance*)⁸. Queste tematiche stanno trovando un sempre più massiccio ingresso nei diversi ordinamenti giuridici, tanto a livello di *hard law* che di *soft law*, nazionali e sovranazionali⁹. Evidentemente non può essere questa l'occasione per ripercorre le molteplici implicazioni sistematiche e le ricadute applicative di tale "epocale" mutamento di orizzonte. L'attenzione, nella presente sede, investe una questione ben più specifica e circoscritta.

La tensione verso l'integrazione delle questioni ambientali e sociali nella regolamentazione dei processi allocativi del mercato determina una modifica del ruolo del consiglio di amministrazione della grande società per azioni, *in primis* di quelle quotate nei mercati regolamentati, e ciò specialmente in ragione dei mutati condizionamenti imposti per la gestione dei rischi dell'attività d'impresa.

Invero, nel modello del c.d. *monitoring board* – senz'altro ancora oggi seguito per le s.p.a. quotate italiane¹⁰ – si realizza una polarizzazione dei compi-

⁸ Per un esaustivo sguardo d'insieme, con ricostruzione magistrale, E. BUEREN, *Short-termism in Aktien- und Kapitalmarktrecht*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022, *passim*; ID., *Sustainable Finance*, in *ZGR*, 2019, 813 ss.; per dati empirici, F. LOPEZ-DE-SILANES, J.A. MCCAHERY, P.C. PUDSCHEDL, *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, ECGI Law Working Paper n. 481/2019, reperibile in <https://papers.ssrn.com>.

⁹ Si pensi, sotto il primo profilo, a mero titolo esemplificativo, alla spinta verso l'ibridazione funzionale dei tipi societari (negli Stati Uniti d'America, con l'introduzione della *benefit corporation*, poi "trapiantata" in Italia con la società *benefit* e in Francia con la *société à mission*); a livello sovranazionale, fra le moltissime iniziative, meritano certamente menzione la proposta di Direttiva della Commissione Europea sulla *corporate sustainability due diligence* del febbraio 2022, e prima, nell'ambito della *sustainable finance*, il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea [COM(2018) 97 final]. Per uno sguardo d'insieme, cfr., con variazioni, G. FERRARINI, S. ZHU, *Is There a Role for Benefit Corporations in the New Sustainable Governance Framework?*, ECGI Law Working Paper n. 588/2011, reperibile in <https://papers.ssrn.com>; M. SIRI, S. ZHU, *Integrating Sustainability in EU Corporate Governance Code*, in *Sustainable Finance in Europe*, ed. by D. BUSCH, G. FERRARINI, S. GRÜNEWALD, London, Palgrave Macmillan, 2021, 175 ss.; K.J. HOPT, P.C. LEYENS, *The Structure of the Board of Directors: Boards and Governance Strategies in the US, the UK and Germany*, in *Comparative Corporate Governance*, ed. by A. AFSHARPOUR, M. GELTER, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, 30 ss.

¹⁰ Cfr., per tutti, U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, 324 s.; V. CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2019, 39; ID., *Il sistema dei controlli nelle società quotate*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, Egea, 2015, 33; F. BARACHINI, *sub art. 2381*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, Giuffrè,

ti e delle funzioni riconducibili al potere gestorio: da un lato, la fase di vera e propria amministrazione attiva o gestione operativa, affidata in primo luogo agli amministratori esecutivi; dall'altro, la fase di alta amministrazione e di controllo strategico, assegnata nel sistema di amministrazione c.d. tradizionale al *plenum* consiliare¹¹. Tale differenziazione trova giustificazione, come noto, nella dicotomia fra decisione (*decision management*) e controllo (*decision control*), intesi quali fasi o momenti dell'unica attività di gestione¹².

2016, 1196; M. LUBRANDO DI SCORPANELLO, *Gli assetti nelle società quotate*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. IRRERA, Bologna, Zanichelli, 2016, 525 s.; M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 657 ss.; M. BIANCHINI, C. DI NOIA, *Il reticolo dei controllori societari: lo stato dell'arte*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. BIANCHINI, C. DI NOIA, Milano, Egea, 2010, 2. Per l'osservazione secondo cui tale tendenza si riscontri pure nel caso della s.p.a. non quotate, v. A. ZANARDO, *La ripartizione delle competenze in materia di assetti organizzativi in seno al consiglio di amministrazione*, in M. IRRERA, *cit. supra* in questa nota, 251; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI, C. DI NOIA, *cit. supra* in questa nota, 52; P. BENAZZO, *Sistemi di controllo nelle società di capitali, tra diritto comune e settori speciali*, in *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, 100 s.

¹¹ Si avvisa sin d'ora il lettore che l'indagine avrà ad oggetto unicamente il sistema di amministrazione e controllo c.d. tradizionale; ciò non impedisce, per le ragioni che verranno opportunamente evidenziate nel prosieguo, di tenere conto nella parte comparatistica di sistemi di *corporate governance* di matrice diversa (monistica o dualistica). L'evoluzione dal sistema c.d. *managing board* a quello c.d. *monitoring board* è segnalata, ad esempio, da G. PRESTI, F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti*, in *AGE*, 2003, 98-100; G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, 2, Torino, Giappichelli, 2020, 1875. In argomento, v. pure M.A. EISENBERG, *The Board of Directors and Internal Control*, in *19 Cardozo L. Rev.*, 1997, 237 ss. Tale passaggio realizza, inoltre, il presupposto per il ricorso alla figura degli amministratori c.d. indipendenti, dal momento che l'attività di controllo sembra in sé essere meglio realizzata se svolta da soggetti scervi da condizionamenti rispetto all'attività esecutiva. Sul tema si rinvia, senza completezza, a D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 2, Torino, Utet, 2006, 383 ss.; G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, Egea, 2013, 190 ss.

¹² Sul punto, è ancora attuale la riflessione di E.F. FAMA, M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *26 J. L. & Econ.*, 1983, 301 ss. («The decision process has four steps: 1. Initiation [...] 2. Ratification [...] 3. Implementation [...] 4. Monitoring [...] because the initiation and implementation of decisions typically are allocated to the same agents, it is convenient to combine these two functions under the term decision management. [...] the term decision control includes the ratification and monitoring of decision»). Sul tema, v. pure, più avanti, nt. 25 e il testo corrispondente.

Orbene, nella funzione di alta amministrazione assume un ruolo decisivo la conformazione del sistema di controllo interno e gestione dei rischi (“SCIGR”), inteso generalmente quale insieme di procedure e strutture organizzative interne volte a far sì che l’attività sociale sia realizzata nella piena consapevolezza dei rischi assunti, nel rispetto della disciplina ad essa applicabile e secondo criteri di efficienza. Può dirsi, anzi, che la funzione di *monitoring* si concretizzi proprio nella configurazione di tali controlli¹³.

Ora, nell’ambito specifico delle società quotate, la regolamentazione del sistema di controllo interno e gestione del rischio è per lo più affidata all’autodisciplina. L’art. 6 del Codice di *Corporate Governance* – edizione 2020 (il “Codice di Autodisciplina”) – ne raccomanda l’adozione, ne definisce il contenuto e precisa i poteri e le funzioni dei relativi organi e uffici aziendali¹⁴. Inoltre, in piena sintonia con le nuove tendenze in corso, si dispone che il SCIGR abbia come «fine [quello] di contribuire al successo sostenibile della società».

¹³ Per la centralità del sistema di controllo nell’alta amministrazione, v. N. ABRIANI, *Organizzazione dell’impresa societaria e modello di prevenzione dei reati*, in *Riv. dir. impr.*, 2018, 543, 558 ss.; D. LATELLA, ‘Sistema’ dei controlli interni e organizzazione della società per azioni, Torino, Giappichelli, 2018, 2 e 40; e, per una conferma comparata del dato, v. H. HO, *Boards Duties: Monitoring, Risk Management, and Compliance*, in *Comparative Corporate*, ed. by A. AFSHARIPOUR, M. GELTER, Cheltenham, Edward Elgar, 2021, 242 ss.

¹⁴ Sul valore precettivo dei codici di autodisciplina, cfr. G. STRAMPELLI, (nt. 1), 1100 ss. (dando conto della ben più pregnante valenza acquisita di recente dagli *stewardships* e *proxy voting guidelines* degli investitori istituzionali); M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA, G. PRESTI, (nt. 11), 1267-1281; N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *RDS*, 2022, 253 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 439 ss.; G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *AGE*, 2006, 48; M. STELLA RICHTER jr., *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 151; in giurisprudenza, v. le recenti sentenze gemelle della *Cass. civ., sez. II, 3 gennaio 2019, n. 5*, e *Cass. civ., sez. II, 9 gennaio 2019, n. 301*, in *Giur. it.*, 2020, 118 ss., con nota di M.L. PASSADOR, *Cassazione e autodisciplina: un punto di svolta*; nella letteratura straniera, con riguardo ai principali sistemi di *common law*, di recente v., fra molti, J.G. HILL, *Shifting Contours of Directors’ Fiduciary Duties and Norms in Comparative Corporate Governance*, in *5 JITCL*, 2020, 163, 175 ss., e, nel contesto europeo, E. WYMEERSCH, *European corporate governance codes and their effectiveness*, in *Boards and shareholders in European listed companies: facts, context and post-crisis reforms*, ed. by M. BELCREDI, G. FERRARINI, Cambridge, CUP, 2013, 67 ss. Per la valorizzazione dei *codes of corporate governance* nel dibattito in corso sulla *governance* sostenibile, v. G. FERRARINI, M. SIRI, S. ZHU, *The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law*, ECGI Law Working Paper n. 576/2021, reperibile in <https://papers.ssrn.com>.

In questo contesto, volendo indagare il ruolo attuale del *plenum* consiliare delle società quotate nella gestione dei rischi d'impresa, è necessario allora meglio analizzare le regole dettate in tema di SCIGR dal Codice di Autodisciplina (cfr. par. 6-8), precisandone preliminarmente l'oggetto e il contenuto (cfr. par. 5) e, ancora prima, la collocazione nella generale *corporate governance* (cfr. par. 4). Al fine di poter leggere la disciplina vigente con piena consapevolezza e poterne meglio apprezzare la portata, pare particolarmente proficuo volgere prima lo sguardo al passato e ad alcuni ordinamenti stranieri, allo scopo di chiarire come si colloca nel tempo e nello spazio l'attuale sistema di controllo interno (cfr. par. 2-3).

2. *Evoluzione storica: traiettorie generali.*

Il tema dei controlli interni ha radici antiche, rinvenendosi embrionali strutture di controllo già nello *ius mercatorum* dell'alto Medioevo¹⁵ e, poi, più mature evoluzioni nel XVII secolo presso le prime compagnie commerciali (orientali e occidentali)¹⁶. Volendo in questa sede, per comprensibili ragioni, focalizzare l'attenzione sugli sviluppi più recenti del secolo passato, può anzitutto rammentarsi che il controllo interno, fenomeno sfuggente per la polivalenza dei significati connessi¹⁷, ha ricevuto particolare attenzione soprattutto negli U.S.A., specialmente in relazione alla disciplina delle *public corporations*¹⁸. Nella pratica nordamericana, fino alla metà degli anni '40, l'*internal control* veniva concepito come un aspetto incidentale, seppure importante, della revisione contabile, diretto a contribuire ad una maggiore affidabilità, in

¹⁵ L. GOLDSCHMIDT, *Universalgeschichte des Handelsrechts*³, Enke, Stuttgart, 1891, 254 ss. (specialmente con riguardo alla *commenda*).

¹⁶ Per opportuni riferimenti, cfr. D. LATELLA, (nt. 13), 4 ss.; T.-H. LEE, MD. A. AZHAM, *The evolution of auditing: An analysis of the historical development*, in 4 *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 2008, 1 ss.

¹⁷ Perspicacemente P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del sistema di controllo*, in M. BIANCHINI, C. DI NOIA, (nt. 10), 115 ss.; per un quadro d'insieme, A. ZOPPINI, *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in *Metamorfosi del diritto delle società?*, a cura di F. BRESCIA, L. TORCHIA, A. ZOPPINI, Napoli, Editoriale Scientifica, 2012, 35 ss.

¹⁸ In argomento, M.A. EISENBERG, (nt. 11), 237, 240 ss.; nella dottrina italiana, cfr. G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 3, Torino, Utet, 2007, 5 ss.; G. GASPARRI, *I controlli interni nelle società quotate*, *Quaderni giuridici Consob* n. 4, Settembre 2013, 14 ss.

termini di veridicità e completezza, dei documenti contabili sottoposti a revisione. Successivamente, a partire dagli anni '50, si impose un'accezione di controllo interno più ampia, tale da ricomprendere, accanto alla tradizionale verifica di regolarità contabile, anche i controlli propriamente gestionali¹⁹.

Si assistette così ad un "salto di qualità" del sistema di controllo interno, la cui funzione non si esauriva più nella mera verifica della regolarità contabile (controllo-vigilanza), elevandosi piuttosto a strumento di controllo sull'efficacia ed efficienza della gestione operativa e sull'aderenza ai programmi aziendali (controllo-gestione)²⁰. In altri termini, il controllo interno si evolveva «da funzione puramente censoria a funzione di "indirizzo e controllo"»²¹. Il segnalato cambio di passo trovava, a partire dagli anni '70 del secolo scorso, stabile ingresso nella nostra letteratura economico-aziendale²² e, seppure con leggero ritardo, anche nella dottrina giuscommercialistica²³.

¹⁹ Così, dapprima, ad opera di una relazione speciale emanata dal Comitato di revisione dell'*American Institute of Certified Public Accountants*, di seguito ripresa e affinata nei principi di revisione (*Statement on Auditing Procedure*) n. 29/1958 e n. 54/1972.

²⁰ Su questo processo di allargamento funzionale, M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. ABBADESSA, Torino, Giappichelli, 2015, 13 ss., in part. 18 s.; F. CHIAPPETTA, *Il controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella s.p.a.*, a cura di U. TOMBARI, Torino, Giappichelli, 2013, 53 ss.

²¹ Così M. LIBERTINI, (nt. 20), 13.

²² Nella letteratura aziendalistica, cfr. G. BRUNETTI, *Il controllo di gestione: un primo riesame alla luce dei problemi attuali*, in AA.VV., *Scritti di Economia Aziendale in onore di Raffaele D'Oriano*, I, Padova, Cedam, 1997, 153 ss.; D.M. SALVIONI, *L'attività di controllo e l'efficacia aziendale*, in *Corporate governance, controllo e trasparenza*², a cura di D.M. SALVIONI, Milano, Franco Angeli, 2007, 295 ss.; E. GIOVANNONI, *La cultura del controllo nel governo dell'azienda. Presupposti teorici ed evidenze empiriche*, Padova, Cedam, 2004, 99 ss.

²³ Cfr., fra molti, P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in *AGE*, 2007, 231 ss., 245 («momento necessario dell'organizzazione di un'attività»); C. ANGELICI, (nt. 6), 370 s. («il momento del "controllo" è già in via di principio interno all'attività dell'impresa e da esso ineliminabile»); P. MONTALENTI, *I controlli societari: recenti riforme, antichi problemi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 535 ss., 538; G. PRESTI, *Di cosa parliamo quando parliamo di controllo?*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, in M. BIANCHINI, C. DI NOIA, (nt. 10), 141 ss., 144; N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da M. VIETTI, Milano, Egea, 2013, 335 e 349 ss.; S. FORTUNATO, *Il "sistema dei controlli" e la gestione dei rischi (a quindici anni dal T.U.F.)*, in *Riv. soc.*, 2015, 253, in part. 260 ss.; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, 1551, 1556 ss.; M. CENTONZE, *Il risk based approach come metodo di condotta del collegio sindacale*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 866 ss.

Negli ultimi anni, soprattutto a causa del ritorno ciclico di rilevanti scandali finanziari (Enron, WorldCom, Parmalat, Vivendi Universal e, da ultimo, Wirecard)²⁴, il tema dei controlli societari è divenuto uno dei punti nevralgici della *governance* societaria²⁵. Ad oggi, la nozione di controllo più accreditata a livello internazionale si rinviene nel *CoSO Report* statunitense, guida operativa elaborata nella sua prima versione del 1992 dall'omonimo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*. In tale rapporto-quadro, il controllo interno viene definito quale «processo svolto dal consiglio di amministrazione, dai dirigenti e da altri operatori della struttura aziendale, che si prefigge lo scopo di fornire una ragionevole sicurezza sulla realizzazione dei seguenti obiettivi: efficacia ed efficienza delle attività operative, attendibilità delle informazioni di bilancio, conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore»²⁶.

Successivamente, il concetto di controllo è stato rivisto ad opera del *CoSO Report II* al fine di includervi anche la funzione di gestione dei rischi aziendali²⁷. In questa rinnovata veste, il *risk management* viene concepito

²⁴ In argomento, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement. The Parmalat Case*, in *After Enron: Improving Corporate Law and Improving Securities Regulation in Europe and the US*, ed. by J. ARMOUR, J.A. MCCAHERY, Oxford, Hart Publishing, 2006, 159 ss.; K.J. HOPT, *Vergleichende Corporate Governance*, in *ZHR*, 2011, 444, 461 ss. Sullo scandalo *Wirecard*, v. lo studio commissionato dalla ECON del Parlamento europeo a K. LANGENBUCHER, C. LEUZ, J.P. KRAHNEN, L. PELIZZON, *What are the wider supervisory implications of the Wirecard case?*, reperibile in [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU\(2020\)651385](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOL_STU(2020)651385); cui *adde* in dottrina, fra molti, S. MOCK, *Wirecard and European Company and Financial Law*, in *ECFR*, 2021, 519 ss.; P.O. MÜLBERT, *Wirecard 4.0 (Editorial)*, in *ZHR*, 2021, 2 ss. In punto di *policy*, il legislatore tedesco, al fine di riconquistare la credibilità persa nel *Finanzmarkt Deutschland*, si è subito attivato con l'emanazione del *Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG)* del 3.6.2021 (*BGBI.* 2021 I, 1534): per un commento delle novità introdotte con il *FISG*, il quale interviene su tre pilastri regolatori, ossia la *corporate governance* interna, l'indipendenza della revisione legale dei conti e il sistema del controllo di bilancio, cfr. H.-J. KIRSCH, *Regierungsentwurf zum FISG – Geschwindigkeit vor Konsequenz?*, in *BB*, 2021, I; K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Governance in börsennotierten und anderen bedeutenden Aktiengesellschaften*, in *AG*, 2021, 129 ss.; M. ROTH, *Aufsichtsrat und interne Kontrolle nach dem Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG)*, in *NZG*, 2022, 53 ss.

²⁵ Per questa notazione, C. DI NOIA, E. PUCCI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *RDS*, 2012, 114, 121 («Il sistema dei controlli è divenuto uno degli aspetti più critici del diritto societario»).

²⁶ COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS (COSO), *Internal Control – Integrated Framework*, 1992, 3.

²⁷ COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS (COSO), *Enterprise Risk Management –*

come «processo ... utilizzato per la formulazione delle strategie in tutta l'organizzazione; progettato per individuare eventi potenziali che poss[ano] influire sull'attività aziendale, per gestire il rischio entro i limiti del rischio accettabile e per fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi aziendali»²⁸.

In Europa, un percorso regolatorio simile a quello statunitense venne seguito in Inghilterra con il *Cadbury Report* del 1992²⁹ e, proprio sulla scia dell'esperienza maturata in virtù dei rapporti *CoSO*, con il c.d. *Turnbull Report* del 1999, rivisto nel 2005³⁰ e poi superato nel 2014 dalla *Risk Guidance* ad opera del *Financial Reporting Council (FRC)*³¹. Anche siffatti documenti recepiscono un sistema integrato di controllo interno e di gestione tradizionale e strategica dei rischi, tutto incentrato sull'attitudine a: *i*) facilitare l'effettività e l'efficienza delle operazioni societarie, consentendo una valutazione dei rischi presenti e futuri, una risposta adeguata ai rischi e agli errori significativi di controllo e la salvaguardia del patrimonio aziendale; *ii*) ridurre la probabilità e l'impatto di scarse capacità di giudizio e valutazione nei processi decisionali, di assunzione di rischi eccedenti i limiti posti dall'organo amministrativo, di errori umani o di deliberati elusioni delle procedure di controllo; *iii*) assicurare l'affidabilità della rendicontazione interna ed esterna; e *iv*) supportare la *com-*

Integrated Framework, 2004 (trad. it.: *La gestione del rischio aziendale*, a cura di ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERNAL AUDITORS E PRICEWATERHOUSECOOPERS, Milano, Il Sole 24 Ore, 2006).

²⁸ Per l'evoluzione regolamentare tracciata nel testo, cfr. G. FERRARINI, (nt. 18), 5 s.; D. LATELLA, (nt. 13), 21 ss.; G. GASPARRI, (nt. 18), 16 ss.; H. FLEISCHER, *Risikomanagement im Querschnitt der Disziplinen*, in *AG*, 2022, 377 ss. Per completezza, può ancora ricordarsi la disciplina dettata nel 2003 dalla *Securities and Exchange Commission (SEC)* statunitense in tema di valutazione del sistema di controllo interno da parte dell'alta direzione (*Final Rule: Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports*): tali regole, emanate in esecuzione del compito all'uopo conferito alla *SEC* dalla *sec. 404(a)* del *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* del 2002, riguardano però unicamente il sistema di rendicontazione finanziaria, le cui falle e deficienze hanno permesso la realizzazione di frodi fiscali e contabili co-responsabili dei grandi scandali finanziari di inizio secolo.

²⁹ Particolarmente significativo, in questa prospettiva, è il par. 5.16 del *Cadbury Code*, ove si evidenzia che «[...] an effective internal control system is an essential part of the efficient management of a company». In argomento, D. NORDBERG, *The Cadbury Code and Recurrent Crisis*, Cham, Palgrave Macmillan, 2020, 29 ss.

³⁰ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code*, ottobre 2005.

³¹ FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting*, settembre 2014.

pliance con leggi e regolamenti, così come il rispetto delle politiche interne relative alla conduzione degli affari sociali³².

Tali *standard* di *best practice* hanno esercitato un'influenza significativa, anche di tipo culturale, sulla regolamentazione primaria e secondaria di diversi paesi dell'UE, tra cui certamente l'Italia. Basti, al riguardo, pensare alla definizione del sistema di controllo interno accolta dall'Associazione Italiana *Internal Auditors* (AIIA), secondo cui questo consiste «[nel]l'insieme delle direttive, delle procedure e delle tecniche adottate dall'azienda e finalizzate a fornire una ragionevole sicurezza sul conseguimento degli obiettivi di: efficacia ed efficienza delle attività operative (*operations objectives*); attendibilità delle informazioni di bilancio (*financial reporting objectives*); conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore (*compliance objectives*)».

2.1. I primi passi dell'autoregolamentazione (Codice Preda e revisione del 2002).

Di seguito si analizzerà lo sviluppo essenziale che la funzione di controllo interno ha avuto nel succedersi delle diverse edizioni del codice di autodisciplina: ciò al fine di appurare, anche alla luce della successiva indagine comparatistica, se e in quale misura tale strumento di autoregolamentazione sia riuscito a recepire le pressanti spinte di ammodernamento, rimanendo così al passo con i tempi³³.

Già nella prima versione del codice di autodisciplina (detto anche, come noto, "Codice Preda"), licenziato nel 1999 da parte del Comitato per la *corporate governance* delle società quotate³⁴, il sistema di controllo interno veniva

³²In questi termini si esprime la *sec. 4 (Establishing the Risk Management and Internal Control Systems)* della *Risk Guidance* del 2014, con l'ulteriore precisazione (*sec. 1.11*) che il «risk management and internal control should be incorporated within the company's normal management and governance processes, not treated as a separate compliance exercise».

³³In argomento, cfr. S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance*, *Quaderni giuridici Consob*, n. 2, febbraio 2013, 16 ss.; particolarmente incisivo, L. DE ANGELIS, *La Borsa, gli affari e il codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. imp.*, 2000, 465 ss., in part. 471 ss.

³⁴Publicato in *Riv. soc.*, 1999, 1386 ss. Per un inquadramento sistematico, N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità «amministrativa» – codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 693, in part. 697 ss.; M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss.; M. STELLA RICHTER jr., (nt. 14), 149 ss.; dalla prospettiva di uno studioso di economia aziendale, P. DI TORO, *Governance etica e controllo*, Padova, Cedam, 2000, 211 ss.

concepito come elemento coesistente alla efficiente gestione dell'impresa e non quale mero strumento di *accountability*. Infatti, nell'intenzione del suo promotore, esso doveva offrire «alle imprese quotate italiane uno strumento capace di rendere ancora più conveniente il loro accesso al mercato dei capitali», nonché «un modello di organizzazione societaria adeguato a gestire il corretto controllo dei rischi d'impresa e i potenziali conflitti d'interesse ...»³⁵. Nondimeno, il perimetro delle funzioni assegnate ai relativi preposti risultava, in questo primo frangente, sostanzialmente circoscritto al controllo interno sui rischi di natura finanziaria ed operativa³⁶; e ciò in un'ottica spiccatamente di verifica e di *compliance ex post* coerente con gli *standard* internazionali all'epoca più accreditati (*CoSO I*).

Nel 2002 si assisteva alla prima revisione del codice di autodisciplina, di rilievo certamente non secondario³⁷. Anzitutto, il controllo interno veniva inteso come *processo*³⁸, coinvolgente tutte le funzioni aziendali e tendente alla realizzazione di quattro obiettivi principali, ossia il monitoraggio dell'efficienza delle operazioni aziendali, dell'affidabilità dell'informazione finanziaria, del rispetto di leggi e regolamenti e della salvaguardia dei beni aziendali (Art. 9.1). Si precisava, in secondo luogo, che la responsabilità del sistema di controllo interno apparteneva al consiglio di amministrazione come *plenum* e non soltanto agli amministratori delegati, come invece ancora previsto nella

³⁵ S. PREDÀ, *Introduzione al Rapporto sulla corporate governance delle società quotate*, Milano, 1999, 1 ss., <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/1999.pdf>.

³⁶ Traccia evidente vi è nell'art. 9.2, secondo cui «il sistema di controllo interno ha il compito di verificare che vengano effettivamente rispettate le procedure interne, sia operative, sia amministrative, adottate al fine di garantire una sana ed efficiente gestione, nonché al fine di identificare, prevenire e gestire nei limiti del possibile rischi di natura finanziaria ed operativa e frodi a danno della società». In dottrina, per approfondimenti, cfr. P. SCHLESINGER, *Il codice di autodisciplina per le società quotate*, in *Corr. giur.*, 1999, 1455 s.; G. DI TORO, (nt. 34), 347 ss.; P. AGOSTONI, *Ancora sul controllo interno e sul Codice di Autodisciplina*, in *Società*, 2000, 221; F. MAZZINI, *Il codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, in *Studi e note di economia*, 2001/3, 7 ss.

³⁷ Ampiamente, anche per significativi riferimenti comparatistici, A. ZANARDO, *La nuova versione del Codice di autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia di corporate governance*, in *Contr. impr.*, 2004, 391 ss., 423 ss.; M. DE MARI, *Corporate governance e nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 541, 543. Significativa anche l'introduzione dell'art. 11 sulle operazioni con parti correlate: la successiva novella del 2011 abrogava tale disposizione a seguito dell'emanazione del Regolamento Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

³⁸ Solo con la nuova edizione del Codice di autodisciplina del 2006 compare nella *rubrica* del rispettivo articolato il riferimento al “*sistema di controllo interno*”.

versione originaria del 1999. A tale organo collegiale spettava, quindi, il compito di fissare le linee di indirizzo del sistema di controllo interno, nonché di verificarne periodicamente funzionamento ed adeguatezza, assicurandosi che i principali rischi aziendali siano identificati e gestiti in modo proprio. (Art. 9.2)³⁹.

2.2. *La transizione verso un sistema pienamente inclusivo del risk management (la nuova edizione del 2006, la modifica del 2011 e i successivi aggiornamenti).*

La transizione verso una concezione del sistema di controllo interno più funzionale anche alla gestione dei rischi è avvenuta nel marzo 2006 con l'adozione di una nuova edizione del codice di autodisciplina ad opera di Borsa Italiana s.p.a. Il dato temporale non rappresenta certo una casualità, visto il sostanziale recepimento delle indicazioni formulate nel rapporto *CoSO II* del 2004. Si manifestava, inoltre, l'esigenza di tenere conto delle importanti modifiche apportate dalla riforma societaria del 2003 e dalla legge per la tutela del risparmio del 2005, intervenuta a ridosso delle vicende Parmalat e Cirio⁴⁰.

Orbene, a parte la rinnovata veste formale del codice di *corporate governance*, con suddivisione di ogni articolo in principi, criteri applicativi e commento, l'elemento di maggiore innovazione è indubbiamente rappresentato da una definizione più ampia del sistema di controllo interno, ora dato dalla piena integrazione tra controllo interno e *risk management*⁴¹. Coerentemente, il principio 8.P.1 precisava che «il sistema di controllo interno è l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e moni-

³⁹ In argomento, P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, IV, Padova, Cedam, 2004, 227 ss.; M. DE MARI, (nt. 37), 554 ss.

⁴⁰ Sulle novità di maggiore rilievo introdotte dalla legge sulla tutela del risparmio, cfr. G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 573 ss.; G. OLIVIERI, *I controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 409 ss.; G. PRESTI, (nt. 14), 47 ss.

⁴¹ Così G. GASPARRI, (nt. 18), 19 («Successivamente, l'adozione di un approccio *risk-based* in sede di progettazione e valutazione dei controlli interni, quanto meno con riferimento agli aspetti amministrativo-contabili, è stata suggerita, nel Regno Unito, in sede di revisione del *Turnbull Report* e, in Italia, nell'edizione del 2006 e poi nella revisione del 2011 del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana»); D. LATELLA, (nt. 13), 31; M. BAGLIONI, G. GRASSO, *Nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2006, 1061 ss.

toraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati»; l'implementazione di un simile assetto organizzativo doveva, ancora una volta, «contribui[re] a garantire la salvaguardia del patrimonio sociale, l'efficienza e l'efficacia delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti» (Art. 8.P.2).

A parte una puntuale revisione nel 2010 in tema di remunerazione degli amministratori⁴², l'autodisciplina delle società quotate ha visto in questo suo percorso evolutivo una modifica significativa nel 2011, stavolta elaborata dal nuovo comitato per la *corporate governance* costituito dalle principali associazioni di categoria delle imprese assicurative, bancarie e industriali, degli investitori istituzionali e da Borsa Italiana⁴³. Tra gli elementi di maggiore interesse spicca il riferimento alla gestione dei rischi quale componente essenziale del sistema di controllo interno (ora anche) nella rubrica dell'art. 7, rendendo così pienamente manifesto il cambio di paradigma inaugurato con l'edizione del 2006 in favore di un sistema unitario di cui il rischio rappresenta il *leitmotiv*. In tal modo, si assisteva ad una piena assimilazione a livello autodisciplinare della più consolidata prassi in materia di *risk management* e, in generale, dei migliori canoni di buon governo societario⁴⁴, con definitiva presa d'atto che “la moderna concezione dei controlli ruota intorno alla nozione di rischi aziendali, alla loro identificazione, valutazione e monitoraggio” (*Commento all'art. 7*).

Gli aggiornamenti del codice di autodisciplina del 2014, 2015 e 2018 non impattavano invece in modo rilevante sul sistema dei controlli societari, così come regolato agli artt. 7 e 8⁴⁵.

⁴² La modifica recepisce la Raccomandazione 2009/385/CE del 30 aprile 2009, che integra le Raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE in tema di remunerazione degli amministratori di società quotate.

⁴³ Pubblicato in *Riv. soc.*, 2012, 43 ss. Per un commento, cfr. P. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss., in part. 42 s.; P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 210 ss.; N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, in *Riv. dir. impr.*, 2014, 197 ss.; C. DI NOIA, E. PUCCI, (nt. 25), 114 ss.; M. BAGLIONI, C. PRESCIANI, *Nuova edizione del codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Società*, 2012, 918 ss.

⁴⁴ Di uguale avviso, M. BAGLIONI, C. PRESCIANI, (nt. 43), 926.

⁴⁵ Di fatti, in occasione della modifica effettuata nel 2015 veniva unicamente precisato che nell'ambito dei controlli cc.dd. di secondo livello un ruolo di particolare rilevanza doveva spettare alle funzioni legali e di *compliance*; parimenti, veniva raccomandata l'istituzione, per gli emittenti appartenenti all'indice FTSE-MIB, di un sistema interno di *whistleblowing*. Con la

In conclusione a questo *tour d'horizon*, e volendo tentare una sintesi *in nuce* dei più significativi sviluppi intervenuti nel corso del tempo, si può rimarcare: a) la centralità crescente del rischio aziendale e della funzione di *risk management*; b) il ruolo sempre più importante del c.d.a. come *plenum* nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; e c) il fatto che, sino all'introduzione nel 2020 del “nuovo” Codice di *Corporate Governance*⁴⁶, il sistema di controllo interno viene concepito quale strumento per il perseguimento dell'efficienza della gestione, senza ancora – almeno a livello autoregolamentare – compiere il passaggio ulteriore verso un modello di *governance* imperniato, al contempo, sul successo sostenibile della società. Nel prosieguo vedremo in che modo e secondo quali termini queste istanze ed evidenze si riflettono sull'attuale conformazione del sistema di controllo interno.

3. Il Codice di corporate governance nel panorama comparatistico.

È noto che in questo ambito regolamentare è in atto una decisa tendenza verso la creazione di un comune e convergente *level playing field*⁴⁷. Esso dovrebbe permettere agli operatori di mercato, e in particolare agli investitori istituzionali, una più facile riconoscibilità e accettabilità degli *standard* di buon governo societario (sostenibile) e, così, in ultima istanza, contribuire ad un migliore rendimento aziendale e a un minore costo del capitale⁴⁸.

In linea con la traccia generale della presente indagine, lo sforzo di approfondimento comparatistico è principalmente volto alla ricostruzione del ruolo svolto nel rispettivo sistema di controllo interno dall'organo incaricato della

revisione del 2018, gli emittenti venivano invitati ad adottare i criteri di diversità di genere per la composizione del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale a partire dal primo mandato successivo alla cessazione degli effetti della legge Golfo-Mosca.

⁴⁶ Pubblicato in *Riv. soc.*, 2020, 281 ss.

⁴⁷ Per questa discussione, ora, C.H. SEIBT, J. MOHAMED, *Das Konzept des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *AG*, 2022, 357 ss., in part. 360 [«Diese (selbstregulative) Methodik der Corporate Governance hat sich jedoch klar durchgesetzt: So verfügen heute nahezu alle (europäisch und internationalen) Industrienationen über einen oder sogar mehr Corporate Governance Kodizes. Diese breite Internationalisierung dürfte eine besondere Wechselwirkung auf verschiedenen Ebenen der Corporate Governance geschaffen haben»]; in una prospettiva più ampia, interessanti le riflessioni di M. PARGENDLER, *The Rise of International Corporate Law*, in 98 *Wash. U. L. Rev.*, 2021, 1765 ss.

⁴⁸ In argomento, si possono ricordare i fondamentali, e discussi, studi di R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in 52 *J. Finance*, 1997, 1131 ss.

funzione di supervisione strategica. L'esame condotto sarà di tipo funzionale, con l'interesse ad appuntarsi non tanto sull'allocazione nominalistica o strutturale della funzione di indirizzo strategico presso l'uno o l'altro organo e/o ufficio, quanto sulla comprensione della sua direzione "teleologica" nel rispettivo sistema di controllo interno. Ciò permetterà un raffronto proficuo tra sistemi di governo societario che solo in apparenza, per la loro diversa caratterizzazione strutturale, sembrano "divergenti"⁴⁹.

Quanto all'oggetto della comparazione, l'analisi investirà, dapprima, la fondamentale realtà del Regno Unito, da sempre considerata "patria" delle *best practices* internazionali in materia⁵⁰, e, successivamente, le esperienze maturate in Germania e Olanda, particolarmente interessanti in virtù dei loro peculiari sistemi dualistici di *corporate governance*⁵¹.

⁴⁹ Per spunti in tal senso, K.J. HOPT, (nt. 24), 468 («funktionalen Konvergenz zwischen dem ein- und zweistufigen Verwaltungsmodell»); metodologicamente, K. ZWEIGERT, H. KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung*³, Tübingen, Mohr Siebeck, 1996, 43 (*Funktionalitätsprinzip*).

⁵⁰ Per una simile constatazione, M. SIRI, S. ZHU, (nt. 9), 179 («birth of the corporate governance movement in Europe»); A. V. WERDER, G. BACHMANN, *Einleitung*, in *Deutscher Corporate Governance Kodex*⁸, hrsg. von T. KREMER, G. BACHMANN, M. LUTTER, A. V. WERDER, München, C.H. Beck, 2021, 45 («"Mutter" aller Kodizes»); K.J. HOPT, P.C. LEYENS, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex 2020*, in *ZGR*, 2019, 943; già prima K.J. HOPT, (nt. 24), 444 ss., 448 («Speerspitze der modernen Corporate Governance-Bewegung»). È bene rammentare che nell'esperienza inglese l'autoregolamentazione svolge un ruolo molto diverso da quello esercitato nell'Europa continentale, intervenendo essa in supplenza di una disciplina legale fortemente lacunoso su diversi temi centrali, i quali non vengono affrontati appunto nel *Companies Act* del 2006 e/o nelle *Model Articles Regulations* del 2008 (è il caso, ad esempio, della nomina e composizione del *board of directors*). Per converso, i codici di autodisciplina continentali riproducono perlopiù, spesso parafrasando, disposizioni di legge già presenti nei rispettivi diritti azionari, espletando così anche una primaria funzione informativa nei confronti del mercato finanziario (in tal senso, ad esempio, esplicitamente il codice di autodisciplina tedesco, al Preambolo n. 2: «Der Kodex hat zum Ziel, das duale deutsche Corporate Governance System transparent und nachvollziehbar zu machen»).

⁵¹ Per una prima rassegna comparata, cfr. M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell'autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 2020, 302 ss.; K. BECKER, A. V. WERDER, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex im internationalen Vergleich*, in *AG*, 2016, 761 ss.; A.M. FLECKNER, K.J. HOPT (hrsg.), *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis*, Cambridge, New Publisher, 2013. Gli Stati Uniti d'America, invece, non dispongono a livello federale di un paragonabile codice di autodisciplina, risultando gran parte delle regole, in Europa contenute nei predetti codici, oltreoceano collocate nei regolamenti della *SEC* o nelle *Listing Rules* delle borse.

3.1. Il sistema dei controlli interni nell'autodisciplina inglese.

L'UK Corporate Governance Code, sino al 2010 detto *Combined Code*⁵² e da ultimo riformato nel 2018 sotto l'egida del *Financial Reporting Council*⁵³, detta 18 principi (A-R) divisi in cinque sezioni, tra cui quella avente ad oggetto la revisione, il rischio ed il controllo interno (*audit, risk and internal control*). Il FRC, nel documento denominato *Revised UK Corporate Governance Code 2018 highlights*, descrive questa nuova versione come “*shorter and sharper*”⁵⁴. Nonostante tale sinteticità, o forse proprio in ragione di essa, autorevole dottrina ha avuto modo di sottolineare il trattamento esemplare riservato dall'UK CGC ai temi del controllo interno e del *risk management*⁵⁵.

In apertura del *Code* e sulla scia di quanto affermato nella relativa introduzione⁵⁶, vi è, anzitutto, il postulato secondo cui una società profittevole è diretta da un consiglio efficace (*effective*) e imprenditoriale (*entrepreneurial*), il cui ruolo è quello di promuovere il successo sostenibile a lungo-termine della società stessa, generando valore per gli azionisti e contribuendo alla società in generale (Principio A)⁵⁷.

⁵² Il punto di partenza dell'autodisciplina inglese, ancora una volta sulla scia di diversi scandali finanziari (Maxwell, Bank of Credit and Commerce International, Polly Beck; più recentemente, Carillion, British Steel e Thomas Cook) è rappresentato dal già citato *Cadbury Report* del 1992. Questo *Report* si occupava perlopiù del ruolo del *board of directors* e, a tale proposito, segnatamente degli amministratori indipendenti. Per l'evoluzione in materia, cfr. D. NORDBERG, (nt. 29), *passim*; P. YEOH, *Corporate Governance Codes in the UK: The Risk of Over-Reliance*, in *Business Law Rev.*, 2019, 19 ss.; E. МУИИ, *Do not Simply Tick the Box: The Effectiveness of the Corporate Governance Code 2018 in the Absence of an Implementation Mechanism*, in *42 Company Lawyer*, 2021, 43 ss.; K.J. HOPT, *Der neue UK Corporate Governance Code 2018 – mit Denkanstößen für die Reform des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Recht und Gesetz: Festschrift für Ulrich Seibert zum 65. Geburtstag*, Köln, Otto Schmidt, 2019, 389 ss., in part. 402 ss.

⁵³ Nel prossimo futuro, il FRC verrà ricostituito come *Audit, Reporting and Governance Authority (ARGA)*.

⁵⁴ Per prime *Notizie*, si veda P. MARCHETTI, in *Riv. soc.*, 2018, 267 ss.; e poi ID., in *Riv. soc.*, 2018, 1166 ss. (“*testo flessibile*”).

⁵⁵ P.O. MÜLBERT, *Corporate Governance in der Krise (Editorial)*, in *ZHR*, 2010, 375 ss., in part. 380 ss., con riferimento alla *sec. C.2* dell'edizione 2010.

⁵⁶ Ove, al secondo capoverso, si legge «*companies do not exist in isolation. Successful and sustainable businesses underpin our economy and society by providing employment and creating prosperity. To succeed in the long-term, directors and the companies they lead need to build and maintain successful relationships with a wide range of stakeholders*».

⁵⁷ B. HANNIGAN, *Company Law*⁶, Oxford, OUP, 2021, 114; nella nostra dottrina, per ampi

Quale parte integrante e capitale di tale *mission*, vi è l'obbligo di istituire un quadro di controlli prudenti ed efficaci, che permettano la valutazione e la gestione dei rischi (Principio C). Nel sistema di amministrazione e controllo monistico della *public company* inglese, l'unico ad essere preso in considerazione dal codice di autodisciplina⁵⁸, tali funzioni di controllo interno e di gestione dei rischi risultano *saldamente* incardinate in capo al consiglio di amministrazione⁵⁹. Tanto si evince immediatamente dal Principio O della *sec. 4* del *Code*, il quale statuisce che il *board* deve predisporre le procedure per la gestione dei rischi, sorvegliare sull'assetto di controllo interno e determinare la natura e l'estensione dei principali rischi che la società è disposta ad assumere al fine di raggiungere i propri obiettivi strategici di lungo termine⁶⁰, il tutto in linea – seppure non esplicitato *expressis verbis* – con l'obiettivo primario della generale sostenibilità dell'attività gestoria. In particolare, il consiglio deve effettuare una solida valutazione dei principali rischi (finanziari e non), quest'ultimi consistenti in situazioni che possano mettere a repentaglio il modello di *business* aziendale, il rendimento futuro, la continuità aziendale e la reputazione societaria⁶¹. Il consiglio, poi, deve confermare nella propria relazione annuale al bilancio d'esercizio di avere svolto tale valutazione, con descrizione dei principali rischi, indicazione delle procedure messe in atto allo scopo di identificare i rischi emergenti e illustrazione delle modalità tramite cui questi vengono gestiti o mitigati (Previsione n. 28)⁶².

ragguagli, P. RIVA, *Ruoli di corporate governance*, Milano, Egea, 2020, 322 ss., in part. 327 ss.; per dati empirici M. SIRI, S. ZHU, (nt. 9), 191 ss.

⁵⁸ Così K.J. HOPT, (nt. 24), 467 ss. Ora, però, considerato che le *public companies* (a marzo 2021) rappresentavano solo lo 0,1% delle società registrate, il FRC ha pubblicato nel dicembre 2018 per le *large private companies* i cc.dd. *Wates Corporate Governance Principles*. Per simili informazioni, B. HANNIGAN, (nt. 57), 108 s.

⁵⁹ Così T. GRIFFITHS, *Changes to the UK Corporate Governance Code*, in 66 *Governance Directions*, Sept. 2014, 501 («increasing emphasis on the board's ultimate responsibility for risk assessment, both in the context of setting wider corporate strategy and as part of executing its day-to-day management responsibility»).

⁶⁰ Si veda, in argomento, EY, *2018 UK Corporate Governance Code and new legislation*, https://www.ey.com/en_uk/assurance/how-the-2018-uk-corporate-governance-code-and-new-legislation-impacts-premium-companies. Utili indicazioni si possono ricavare anche dal documento di sintesi del FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *Boards and Risk*, Sept. 2011 («The Board's overall responsibilities included determining the company's approach to risk, setting its culture, risk identification, oversight of risk management, and crisis management»).

⁶¹ Per questa definizione dei *principal risks*, v. la nota esplicativa n. 9 alla Previsione n. 28.

⁶² Insiste su questo *linkage of risk and financial viability*, T. GRIFFITHS, (nt. 59), 502 s., evidenziandone anche i possibili riflessi sul regime della responsabilità civile e penale degli

Inoltre, il consiglio deve monitorare sui sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi e procedere, a cadenza almeno annuale, ad una revisione della loro efficacia, riferendo del relativo esito nella relazione annuale; il monitoraggio e la revisione debbono comprendere tutti i controlli significativi, inclusi quelli finanziari, operativi e di *compliance* (Previsione n. 29). Da ultimo, viene statuito che il *board* debba indicare nella relazione annuale le modalità di valutazione delle prospettive future della società, con indicazione del periodo di riferimento preso in considerazione e delle ragioni per cui esso viene reputato adeguato, specificando all'uopo le proprie ragionevoli aspettative circa la continuità aziendale e la solvenza della società nel frangente temporale di riferimento (Previsione n. 31).

3.2. ... e nell'autodisciplina tedesca.

Il *Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)*, nella sua ultima versione pubblicata in data 27 giugno 2022⁶³, che sostituisce quella precedente del 2020⁶⁴, si presenta in veste estremamente snella, formato da 26 principi

amministratori in situazioni di crisi e/o di insolvenza della società (c.d. *wrongful trading ex sec. 214 Insolvency Act 1986*).

⁶³La versione aggiornata del *Kodex* è disponibile su: <http://www.corporate-governance-code.de>. La recentissima novella mira in primo luogo a dare maggiore presa mordente agli obiettivi di sostenibilità sociale ed ambientale nella direzione e sorveglianza delle società quotate (cfr. *Abs. 2, S. 2 e 3*, Preambolo; nuove raccomandazioni A.1 e A.3 per il consiglio di gestione; e raccomandazione A.6 per il consiglio di sorveglianza), nonché a recepire le menzionate novità introdotte con il *FISG* e con il *Zweite Führungspositionen-Gesetz (FüPoG II)* sulle quote rosa. Per una prima valutazione, v. GESELLSCHAFTSRECHTLICHE VEREINIGUNG (VGR), *Stellungnahme zu dem Entwurf des Deutschen Corporate Governance Kodex 2022 vom 21.1.2022*, in *AG*, 2022, 239 ss.; DEUTSCHER ANWALTVEREIN (DAV), *Stellungnahme zu den am 21.1.2022 von der Regierungskommission vorgeschlagenen Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *NZG*, 2022, 500 ss.; S. MOCK-P. VELTE, *Nachhaltigkeit im (neuen) Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *AG*, 2022, 885 ss.; B. SPIEBHOFER, *Sustainable Corporate Governance*, in *NZG*, 2022, 435 ss. In generale sull'evoluzione storica dell'autodisciplina tedesca, le cui origini risalgono all'anno 2000 (cc.dd. Principi di Francoforte della *Grundsatzkommission Corporate Governance* e il progetto di codice elaborato dal *Berliner Initiativkreis*, nonché le raccomandazioni della c.d. Commissione *Baums*), v. A. V. WERDER, G. BACHMANN, (nt. 50), 15 ss.; sulla natura giuridica del *DCGK*, ampiamente M. WEITNAUER, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex*, Baden-Baden Nomos, 2018.

⁶⁴In dottrina, per un commento, cfr. K.J. HOPT, P.C. LEYENS, (nt. 50), 929 ss.; M. ROTH, *Deutsche Corporate Governance Kodex 2020*, in *AG*, 2020, 278 ss.; R. KRAUSE, *Zur Angemessenheit der Angemessenheit im Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *ZHR*, 2020, 549

(*Grundsätze*), ciascuno composto il più delle volte da una sola frase, e da diverse e altrettanto brevi raccomandazioni (*Empfehlungen*) e suggerimenti (*Anregungen*).

In tema di controlli interni, l'attuale versione del *Kodex* prevede a carico del consiglio di gestione (*Vorstand*) l'obbligo di istituire un adeguato ed efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di assicurare un responsabile trattamento degli stessi (Principio n. 4), comprensivo viepiù di un sistema di *compliance management* (Principio n. 5). Se la messa a punto di simili processi e strutture era da sempre fuori discussione⁶⁵, ora, con formulazione più stringente (*bedarf*) a mo' di imperativo ipotetico in luogo della precedente locuzione più lasca (*sorgt*), il Codice tedesco ne esplicita la vincolatività. Ciononostante, almeno sino a tempi recentissimi, la previsione in questione non era esente da criticità⁶⁶. Infatti, essa in qualche modo strideva con le regole del diritto azionario comune, ove il § 91, *Abs.* 2, *AktG* si limita(va) ad imporre la predisposizione da parte del *Vorstand* di un sistema di allerta (c.d. *Frühwarnsystem*) capace di intercettare anticipatamente le situazioni determinanti un rischio per la continuità aziendale, senza tuttavia richiedere, secondo la dottrina più autorevole, la costituzione obbligatoria di un articolato *sistema* di gestione dei rischi⁶⁷.

ss.; G. SPINDLER, *Der Kodex-Gedanke: selbstregulierendes Steuerungsmittel statt Satzungs-freiheit?*, in *Festschrift Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag*, S. GRUNDMANN, H. MERKT, P.O. MÜLBERT (hrsg.), Berlin-Boston, De Gruyter, 2020, 1205 ss.; già prima, fra diversi, K.J. HOPT, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Grundlagen und Praxisfragen*, in *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking*, München, C.H. Beck, 2013, 563 ss.; M. HABERSACK, *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung. Gutachten E*, in *Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag*, München, C.H. Beck, 2012, E 44 ss.

⁶⁵ *Ziffer* 4.1.4 DCGK 2017, ove l'espressione di cui sopra nel testo «sorgt [prendersi cura] für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen».

⁶⁶ Particolarmente incisivo su questo profilo e le problematiche connesse, G. BACHMANN, *Grundsatz 4 [Kontroll- und Risikomanagement]*, in *Deutscher Corporate Governance Kodex*⁸, hrsg. von T. KREMER, G. BACHMANN, M. LUTTER, A. v. WERDER, München, C.H. Beck, 2021, 113 ss., in part. 115, *Rdn.* 2-3.

⁶⁷ In questo senso, cfr. H. FLEISCHER, *sub* § 91, in *Aktienrecht*⁵, hrsg. von G. SPINDLER, E. STILZ, Bd. 1, München, C.H. Beck, 2022, *Rdn.* 35-36; U. HÜFFER, J. KOCH, *Aktiengesetz*¹⁴, München, C.H. Beck, 2020, § 91, *Rdn.* 9; P. JAKOBUS, *Die Vorstandspflicht zum Risikomanagement*, Baden-Baden, Nomos, 2014, 112 ss.; nella nostra dottrina, per un cenno, A. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, Giuffrè, 2016, 116. Neppure l'entrata in vigore, in attuazione della Direttiva 2006/46/CE, del *Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG)* del 2009, che importò nell'*AktG* (§ 107, *Abs.* 3, S. 2 e § 171, *Abs.* 1, S. 2) e nel *HGB* (§ 289, *Abs.* 4) la terminologia *Risikomanagement* e *interne Kontrollsystem*, consentì una diversa conclusione. Per opportuni approfondimenti, v. M. DREHER, J. HOFFMANN, *Die*

Oggi, in ragione delle modifiche apportate nel 2021 con il menzionato *FISG*⁶⁸, pure a livello dell'*AktG* il neointrodotta *Abs. 3* del § 91 impone al consiglio di gestione di una società *quotata* l'obbligo di istituire, di là del suddetto *Frühwarnsystem*, anche un adeguato ed efficace sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in relazione alla dimensione e alla specifica situazione di rischio dell'impresa⁶⁹. Risultando, quindi, certamente doveroso, a dire il vero già alla stregua della generale responsabilità gestoria *ex* §§ 76, *Abs. 1* e 93, *Abs. 1*, *AktG*⁷⁰, l'*an* dell'istituzione di tali sistemi di controllo, ampia discrezionalità permane, viceversa, in capo al *Vorstand*, come *plenum*, circa il *quomodo* dell'elaborazione e configurazione dei presidi all'uopo più opportuni⁷¹. Tuttavia, importanti indicazioni contenutistiche si possono oggi ricavare dalle nuove raccomandazioni A.1 e A.3 del *Kodex*. Infatti, il consiglio di gestione deve identificare e valutare in maniera sistematica i rischi e le opportunità collegati ai fattori sociali ed ambientali, così come le relative conseguenze dell'attività d'impresa (A.1). Similmente, viene suggerito che il siste-

Wirksamkeitsprüfung durch den Prüfungsausschuss nach § 107 Abs. 3 Satz 2 AktG, in *ZGR*, 2016, 465 ss.; T. STRIEDER, *Erweiterung der Lageberichterstattung nach dem BilMoG*, in *BB*, 2009, 1002 ss.; G. BACHMANN, (nt. 66), 116 ss., *Rdn. 8* ss. In argomento, v. ora anche il § 1 (*Krisenfrüherkennung und Krisenmanagement bei haftungsbeschränkten Unternehmensträgern*) del *Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG)*, entrato in vigore il 1° gennaio 2021 in attuazione della direttiva (UE) c.d. *insolvency 2019/1023*: per una sintesi, M. GEHRLEIN, *Das Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (StaRUG) – ein Überblick*, in *BB*, 2021, 66 ss.

⁶⁸ Per riferimenti si veda *supra* nt. 24.

⁶⁹ In tema, cfr. J.-B. FISCHER, J. SCHUCK, *Die Einrichtung von Corporate Governance-Systemen nach dem FISG*, in *NZG*, 2021, 534, in part. 536 ss.; H. FLEISCHER, (nt. 68), § 91, *Rdn. 48* ss.; ID., (nt. 28), 381 ss.; K.J. HOPT, C. KUMPAN, (nt. 24), 129, 131 s.; M. ROTH, (nt. 24), 54. Da ultimo, il *Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (LkSG)* del 2021 prevede, per le imprese con più di 3.000 dipendenti nel territorio nazionale (a partire dall'1.1.2024 anche per imprese con più di 1.000 dipendenti), l'obbligo dell'istituzione di un sistema di gestione dei rischi (§ 4, *Abs. 1*), funzionalmente volto alla prevenzione e/o mitigazione di effetti sociali e ambientali avversi: in argomento, H. FLEISCHER, *Grundstrukturen der lieferkettenrechtlichen Sorgfaltspflichten*, in *Corporate-Compliance-Zeitschrift*, 2022, 205 ss.; S. KORCH, *Überprüfungs- und Aktualisierungspflichten nach dem Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz*, in *NJW*, 2022, 2065 ss.; nella dottrina italiana, ora, A. GUERCINI, *La legge tedesca sugli obblighi di due diligence nella supply chain („Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz – LkSG“)*, in *RDS*, 2022, 400 ss.

⁷⁰ Fra molti, T. BAUMS, *Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht*, in *ZGR*, 2011, 218, in part. 241 ss.; H. FLEISCHER, (nt. 28), 382 s.

⁷¹ Cfr. G. BACHMANN, (nt. 66), 116, *Rdn. 5*; A. WELLERDT, *Neue Corporate Governance Regeln für Vorstand und Aufsichtsrat*, in *ZIP*, 2022, 356, 358; nella letteratura aziendalistica, H.-C. BRAUWEILER, *Risikomanagement im Unternehmen*², Wiesbaden, Springer-Gabler, 2019, 3.

ma di controllo interno e di gestione dei rischi debba comprendere anche obiettivi di sostenibilità, ivi inclusi i processi e sistemi per il rilevamento e l'elaborazione dei dati relativi alla sostenibilità (A.3).

Nell'autodisciplina tedesca, allorché si dibatte dell'alta amministrazione, di cui il sistema di controllo interno è parte integrante e conformante, il discorso non può andare disgiunto dalla considerazione del ruolo (centrale) svolto dal consiglio di sorveglianza. Infatti, nel distintivo modello dualistico di *governance*, l'*Aufsichtsrat*, a partire dal *KonTraG* del 1998⁷², viene inteso non più come mero organo di controllo retrospettivo, ma quale organo di co-amministrazione della società con funzioni consultive e codecisorie orientate al futuro ("Mitunternehmer")⁷³. Non sorprende, quindi, che il Principio n. 2 imponga al *Vorstand* di concertare con l'*Aufsichtsrat* l'indirizzo strategico dell'impresa⁷⁴, e con esso il sistema di controllo interno e *risk management*, nonché, più in generale, di collaborare con reciproca fiducia per il bene (*Wohl*) dell'impresa (Principio n. 13), fermo restando che la direzione della stessa è di competenza esclusiva del *Vorstand* (Principio n. 1; §§ 76 *Abs.* 1 e 111, *Abs.* 4, *Satz* 1, *AktG*)⁷⁵. Al contempo, nell'ambito della più generale funzione di vigilanza e consulenza del consiglio di sorveglianza nella direzione della società

⁷² *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (BGBI. I 1998, S. 786)*.

⁷³ M. LUTTER, *Der Aufsichtsrat: Kontrolleur oder Mit-Unternehmer?*, (ora) in *Gesammelte Schriften*, hrsg. von U.H. SCHNEIDER, P. HOMMELHOFF, Berlin-New York, De Gruyter, 2010, 283 ss.; *amplius*, J. LIEDER, *Der Aufsichtsrat im Wandel der Zeit*, Jena, Otto Schmidt, 2006, 39 ss. Nella nostra dottrina, sul ruolo in generale dell'*Aufsichtsrat*, conformato in modo decisivo dall'attività di *Rechtsfortbildung* svolta dal Supremo Tribunale federale tedesco (specialmente, *BGH*, 25.3.1991 – II ZR 188/89, in *BGHZ*, 114, 127, che parla di «begleitende Kontrolle»; e, nel celebre caso *ARAG/Garmenbeck*, *BGH*, 21.4.1997 – II ZR 175/95, in *NJW*, 1997, 1926), cfr. G.B. PORTALE, *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico-comparatistici*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 39 ss.; ID., *Il sistema dualistico: dall'Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch (1861) alla riforma italiana della società per azioni?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 673 ss.; V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, Torino, Giappichelli, 2012, 5 ss.; F. BORDIGA, *La funzione del consiglio di sorveglianza. Tra controllo e indirizzo sulla gestione*, Milano, Giuffrè, 2016, 22 ss.

⁷⁴ A. v. WERDER, M. LUTTER, *Grundsatz 2 [strategische Ausrichtung]*, in *Deutscher Corporate Governance Kodex*⁸, hrsg. von T. KREMER, G. BACHMANN, M. LUTTER, A. v. WERDER, München, C.H. Beck, 2021, 98 ss., *Rdn.* 1 ss., in part. 7, ove la puntuale notazione che concertare (*abstimmen*) significa coinvolgimento nella definizione dell'indirizzo strategico e non mera informativa circa una strategia già (pre-)definita, con il consiglio di sorveglianza a diventare, di conseguenza, una specie di "sparring partner" del consiglio di gestione.

⁷⁵ Per un quadro generale, v., in luogo di tutti, M. LUTTER, G. KRIEGER, D. VERSE, *Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats*⁷, Köln, Otto Schmidt, 2020, 25 ss., in part. 34 ss.

(Principio n. 6)⁷⁶, si precisa ora che tali compiti comprendono in particolare anche questioni di sostenibilità, con proiezione applicativa da operarsi, alla luce dell'originaria proposta di revisione del *Kodex 2022*⁷⁷, verosimilmente anche verso il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

3.3. ... e nell'autodisciplina olandese.

Da ultimo, a chiusura dell'*excursus* comparatistico, attenzione merita il Codice di autodisciplina olandese del 2016 (*De Nederlandse Corporate Governance Code*)⁷⁸. Il diritto societario olandese, comunemente identificato con l'appellativo di *European Delaware*⁷⁹, si caratterizza anche su questo fronte per un approccio regolatorio efficace ed incisivo, funzionale a realizzare un sistema di pesi e contrappesi solido e trasparente⁸⁰.

⁷⁶ M. LUTTER, A. V. WERDER, G. BACHMANN, *Grundsatz 6 [Geschäfte von grundlegender Bedeutung, nahestehende Personen]*, in *Deutscher Corporate Governance Kodex*⁸, hrsg. von T. KREMER, G. BACHMANN, M. LUTTER, A. V. WERDER, München, C.H. Beck, 2021, 151 ss., in part. *Rdn.* 7 ss.

⁷⁷ Infatti, nella versione del 21 gennaio 2022, la bozza di Codice recava quale nuova raccomandazione A.6, ora non più presente, l'obbligo del consiglio di sorveglianza di vigilare in particolare sul modo in cui la sostenibilità ambientale e sociale viene considerata nell'orientamento strategico dell'impresa e nella relativa attuazione; i piani strategici e operativi includono obiettivi finanziari e di sostenibilità; e il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi risulta orientato anche alle questioni finanziarie e di sostenibilità.

⁷⁸ La versione in lingua inglese del Codice è disponibile su: <https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>. Attualmente è in discussione una proposta di modifica del Codice stesso, specialmente nella parte concernente la creazione di valore nel lungo termine, rispetto alla quale si richiederà alle società di formulare una chiara strategia *ESG*. La sensibilità verso simili tematiche non sorprende se solo si consideri l'arresto giurisprudenziale nel caso giudiziale *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell*, deciso dalla Corte distrettuale dell'Aja, la quale ha ordinato a Shell di ridurre le emissioni Co2 di almeno il 45% entro la fine del 2030 rispetto ai livelli 2019. In dottrina, su queste tematiche, fra diversi, G. ALPA, *Tre casi paradigmatici di responsabilità sociale delle imprese per violazione di diritti fondamentali: Vedanta, Okpabi, Milieudefensie*, in *Contr. impr. Europa*, 2021, 257 ss.; M.-P. WELLER, M.-L. TRAN, *Klimawandelklagen im Rechtsvergleich – private enforcement als weltweiter Trend?*, in *ZEuP*, 2021, 573 ss.; D. WALDEN, L. FRISCHHOLZ, *Climate Change Litigation: Beitrag zu globaler Gerechtigkeit oder Abkehr von (zivil)rechtlichen Grundprinzipien?*, in *ZIP*, 2022, 2473 ss.; ora, *ex professo*, L. HÜBNER, *Unternehmenshaftung für Menschenrechtsverletzungen*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022, 19 ss.

⁷⁹ In argomento, all'epoca ancora in termini dubitativi, L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, in *EBLR*, 2004, 1259, 1267.

⁸⁰ Così si legge nel Preambolo al relativo Codice di autodisciplina.

Come già riscontrato nelle altre esperienze autodisciplinari oggetto d'analisi, anche nel modello olandese si afferma, prima di tutto, che il consiglio di gestione è responsabile della continuità aziendale della società e delle sue controllate, con il *focus* rivolto alla creazione di valore nel lungo termine nell'interesse dei diversi *stakeholders* rilevanti (Principio 1.1). Un ruolo centrale spetta nuovamente al consiglio di sorveglianza come organo di alta amministrazione e di supervisione strategica. Infatti, viene richiesto che il consiglio di sorveglianza venga sin dall'inizio coinvolto dal consiglio di gestione nella formulazione delle strategie funzionali alla realizzazione di valore nel *long-term* (Principio 1.1.2). A tal fine, il consiglio di sorveglianza deve regolarmente discutere tale strategia, la sua implementazione e i principali rischi associati ad essa (Principio 1.1.3)⁸¹. Tutto ciò viene ulteriormente ribadito nelle note esplicative del Codice (*ivi* al punto 1.1.), ove si rammenta, appunto, che i componenti del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza sono chiamati ad agire in modo sostenibile nell'esercizio delle proprie funzioni. In quest'ottica, la sostenibilità di lungo termine assurge a principio-guida in sede di determinazione della strategia e di adozione delle decisioni gestorie (tra l'altro, tenendo conto anche della responsabilità nella relativa catena di approvvigionamento).

In perfetta continuità con ciò, il Codice olandese passa poi a regolare il *risk management*, prevedendo, anzitutto, che la società debba istituire adeguati sistemi di controllo e di gestione dei rischi, interni ed esterni (Principio 1.2)⁸². A tale scopo, conferisce al consiglio di gestione il compito di procedere ad una preliminare mappatura e analisi dei rischi connessi alla strategia e alle attività d'impresa, con contestuale determinazione della propensione o tolleranza al rischio e delle misure poste in essere al fine di contrastare i rischi incombenti (Principio 1.2.1). Sulla base di tale preliminare valutazione, il consiglio deve predisporre e implementare i sistemi di controllo e di *risk management*, verificandone poi con cadenza almeno annuale l'assetto, l'operatività e l'efficacia (Principio 1.2.2). Tale monitoraggio deve includere tutte le significative misu-

⁸¹ Il ruolo del consiglio di sorveglianza viene ulteriormente delineato nel Principio 1.5, ove si statuisce che esso è chiamato a vigilare sulle politiche gestionali messe in atto dal consiglio di gestione e sugli affari generali della società e delle società controllate, con un'attenzione particolare rivolta alla verifica della funzionalità ed efficienza dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché dell'integrità e qualità dell'informativa finanziaria.

⁸² In argomento, cfr. H. KOSTER, *Versteviging van risicomanagement in het perspectief van de herziening van de Nederlandse Corporate Governance Code*, in *Maandblad voor Ondernemingsrecht*, 2016, 10-11, 234 ss.; J. STRIKWERDA, *De Nederlandse Corporate Governance Code*, Assen, Van Gorcum, 2012, 200 ss.

re di controllo relative ai rischi strategici, operativi, di *compliance* e di *reporting*⁸³; al riguardo, particolare attenzione deve essere riservata a inefficienze, irregolarità o negligenze di gestione riscontrate, a segnalazioni fatte da *whistleblowers* e alle risultanze provenienti dalla revisione interna e dalla revisione legale (Principio 1.2.3).

Ebbene, volendo sintetizzare le principali risultanze emerse sul fronte comparatistico, possiamo osservare che, nelle esperienze straniere esaminate, il sistema di controllo interno risulta attualmente caratterizzato da tre costanti, ovvero: *a*) la sostenibilità quale asse portante della complessiva intelaiatura del SCIGR; *b*) l'assoluta centralità in esso del rispettivo organo di supervisione strategica quale *plenum*; e, infine, *c*) il *risk management* quale punto focale del SCIGR.

4. Il sistema di controllo interno nell'organizzazione d'impresa.

Ultimata l'analisi storico-comparata e, tenendo a mente i suoi risultati, per proseguire con l'intento prima dichiarato di indagare il ruolo del *plenum* consiliare delle società quotate nella gestione dei rischi d'impresa, occorre adesso volgere l'attenzione alla disciplina attuale del SCIGR italiana.

L'articolo 6 del Codice di Autodisciplina attribuisce all'organo di amministrazione (ossia al consiglio di amministrazione, nel modello tradizionale) il compito di definire le linee di indirizzo del SCIGR, di *valutarne* annualmente l'adeguatezza (Principio XIX) e di dettare i «principi che riguardano il coordinamento e i flussi informativi tra i diversi soggetti coinvolti» nel SCIGR (Principio XX).

In via di prima approssimazione, il sistema di controllo interno così delineato può dirsi senz'altro coerente tanto con le linee storico-evolutive prima segnalate, quanto con i tratti ricorrenti nei codici di autodisciplina degli ordinamenti stranieri presi in esame⁸⁴. Nel seguito ne daremo conto compiutamente; prima, però, è opportuno chiarire la rilevanza del sistema di controllo interno nell'ambito delle regole di *governance* societaria, e ciò anche al fine di meglio definire l'ambito di applicazione del parametro di adeguatezza, che, come vedremo, orienta e condiziona il SCIGR.

È ricorrente notare come il legislatore nell'ultimo trentennio si sia sempre più di frequente intromesso nello spazio di libertà tradizionalmente vantato

⁸³ Si noti qui l'identità di formulazione con la Previsione n. 29 dell'*UK CGC*.

⁸⁴ Si veda, rispettivamente, sopra §§ 2 e 3.

dall'imprenditore sul piano dell'organizzazione d'impresa in relazione alle regole di coordinamento dei fattori produttivi impiegati⁸⁵. Ciò, del resto, è perfettamente in linea col particolare valore da assegnare all'organizzazione nel contesto dell'impresa societaria, dove, alle regole sul coordinamento degli atti d'impresa (i.e. "organizzazione dell'attività d'impresa"), si aggiungono quelle che concernono la posizione dei soci nei confronti del gruppo sociale, i loro reciproci rapporti, nonché le competenze, le relazioni e il funzionamento degli organi attraverso cui l'ente compie la sua attività (i.e. "organizzazione della titolarità")⁸⁶.

La distinzione fra organizzazione dell'attività d'impresa e organizzazione della titolarità è di recente divenuta un tema di confronto fra gli interpreti proprio con riguardo alla delimitazione del campo di applicazione del generale canone di adeguatezza posto dal legislatore a presidio degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili delle imprese societarie. Così, secondo un primo orientamento, il riferimento agli "assetti organizzativi" di cui agli artt. 2086, secondo comma e 2381, terzo e quinto comma è da coniugare con riguardo tanto all'organizzazione d'impresa, quanto all'organizzazione della titolarità dell'attività d'impresa: potendo così includere nella valutazione di

⁸⁵ Per il rilievo, in dottrina, v. F. ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, I, 636; V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del Codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 6 s.; G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 137; N. ABRIANI, (nt. 23), 335; ID., (nt. 13), 543 ss. La pluralità di persone o cose impiegate nell'attività produttiva (intesa quale ricaduta del requisito dell'organizzazione di cui all'art. 2082 c.c.) altro non è, infatti, che l'oggetto della regola di coordinamento, ossia dei criteri, misure e procedure che disciplinano il modo in cui i diversi fattori produttivi partecipano all'attività d'impresa. Sarebbe, pertanto, riduttivo predicare il requisito dell'organizzazione con riguardo solamente al suo oggetto, omettendo di considerare la regola di coordinamento. Sul tema, di recente, v. G. MARASÀ, *L'imprenditore*, in *Il codice civile. Commentario* fondato da P. SCHLESINGER, continuato da F.D. BUSNELLI, G. PONZANELLI, Milano, Giuffrè Francis LeFebvre, 2021, 148 ss.

⁸⁶ Rientrano nella categoria da ultimo menzionata, ad esempio: *i*) le regole su compiti, poteri e composizione degli organi sociali; *ii*) i diritti degli azionisti; *iii*) le regole sulla struttura finanziaria della società; *iv*) le regole sulla gestione dei possibili conflitti di interesse (es., operazioni con parti correlate). Per la distinzione, v. P. FERRO-LUZZI, (nt. 23), 231 e 233; P. SFAMENI, *Organizzazione dell'impresa, uffici di controllo e responsabilità. Appunti*, in U. TOMBARI, (nt. 20), 65 s. In dottrina, è frequente l'utilizzo di espressioni equivalenti a quelle nel testo, tanto per la locuzione organizzazione d'impresa, come ad esempio: "organizzazione aziendale" o "internal governance"; quanto per l'espressione organizzazione della titolarità, come ad esempio: "organizzazione corporativa", "organizzazione societaria", "assetti societari", "assetti di vertice" o "corporate governance".

adeguatezza rimessa ai gestori dell'impresa sia le regole che «a monte (a livello di *governance*) definiscono l'organizzazione societaria ed i processi di governo decisionali», sia «a valle (a livello operativo), identificano le funzioni aziendali, le procedure ed i processi [...]»⁸⁷. Secondo l'orientamento opposto, invece, le regole organizzative societarie che definiscono le condizioni di imputazione all'ente delle decisioni degli organi sociali e, più in generale, dell'attività d'impresa non sono sottoposte al controllo di adeguatezza dell'organo amministrativo nei termini di cui all'art. 2381 c.c.; e ciò proprio perché si collocano su un piano diverso, quello della società, e rispondono ad esigenze diverse, quelle del rispetto dei presupposti per la destinazione delle risorse dei soci all'impresa sociale⁸⁸.

⁸⁷ In questi termini si esprime M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in M. IRRERA, (nt. 10), 27; sono della stessa opinione, ad esempio: I. POLLASTRO, *Organizzazione della gestione di vertice ed autonomia privata*, in *NDS*, 2021, 1883 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 427 s.; di pari avviso pare M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 8.

⁸⁸ In questo senso, propriamente, E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 552 ss.; A. MINTO, *Gli assetti in ambito bancario*, in M. IRRERA, (nt. 10), 647; G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 146 e 163. Rimarcano la differenza dell'organizzazione societaria da quella d'impresa ai fini della delimitazione del campo di applicazione del giudizio di adeguatezza ex art. 2381 c.c., ad esempio: V. BUONOCORE, (nt. 85), 18; G. FERRI jr., M. ROSSI, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria. In La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, *passim*, spec. 583 s.; M. IRRERA, *La collocazione, degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo (tra Codice della Crisi e bozza di decreto correttivo)*, in *NDS*, 2020, 134 s.; ma v. A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 53, secondo cui la distinzione tra organi sociali e organizzazione aziendale interna va sfumando. È da precisare che, nel contesto dell'impresa societaria, la differenza fra i due piani dell'organizzazione di cui al testo non sembra trovare una necessaria e biunivoca corrispondenza con le competenze dell'organo gestorio e dell'assemblea dei soci, con la conseguenza che non vale argomentare da essa per la soluzione della questione qui in esame. Difatti, se in prima battuta l'organizzazione della titolarità può dirsi rimessa ai soci, resta il fatto che la gestione del patrimonio sociale (oggetto mediato delle posizioni soggettive dei soci e, perciò, organizzazione della titolarità) non costituisce ancora gestione dell'organismo produttivo (e, quindi, organizzazione dell'impresa), pur essendo, nel tipo delle s.p.a. (qui di stretto interesse), rimessa alla competenza degli amministratori (sulla questione, di recente, si vedano le analisi di G. FERRI JR, M. ROSSI, *cit. supra* in questa nota, *passim*, spec. 582-589 e 602-604; C. ANGELICI, *A proposito di "interessi primordiali" dei soci e "gestione esclusiva degli amministratori"*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 454-457). L'orientamento qui richiamato non appare, del resto, contrario alla vigenza di condizionamenti "esterni" sull'organizzazione della titolarità, alla maniera di quello imposto dal canone di adeguatezza di

Ad ogni modo, e ancorché il secondo orientamento sia da preferire, la disputa non sembra condizionare la rilevanza, e la conseguente disciplina, del SCIGR. Difatti, non pare contestabile che quest'ultimo sia composto da regole, procedure e uffici propri dell'*organizzazione d'impresa* della società ammessa a quotazione nei mercati regolamentati⁸⁹, dal momento che esso ha ad oggetto il necessario coordinamento della struttura aziendale al fine di misurare e gestire i rischi generati dall'attività produttiva, e non già le regole che disciplinano i rapporti infraorganici o intraorganici dell'ente societario⁹⁰. Più di preciso, volendo seguire l'articolazione dell'organizzazione d'impresa impressa dagli artt. 2086, secondo comma e 2381, terzo e quinto comma, c.c., così come elaborata dalla dottrina, può dirsi che il SCIGR è trasversale sia agli assetti organizzativi, sia a quelli amministrativi d'impresa: il suo sviluppo implica, per un verso, la definizione di aspetti statico-strutturali dell'organizzazione d'impresa e il loro reciproco coordinamento, quali ad esempio l'articolazione degli uffici interni e la nomina del responsabile della funzione di *audit*; per l'altro e, al contempo, interessa la dimensione dinamico-funzionale dell'organizzazione, avendo ad oggetto l'adozione delle procedure e misure organizzative necessarie per la rilevazione e gestione dei rischi di gestione⁹¹.

cui agli artt. 2086 e 2381 c.c.: è riconosciuto, cioè, che specie nei settori del mercato finanziario e per le società quotate la discrezionalità organizzativa dell'imprenditore trovi comunque dei limiti legali al suo libero esercizio, proprio in ragione della tutela di quegli interessi ultrasoggettivi attivati dallo svolgimento dell'attività d'impresa (cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *cit. supra* in questa nota, 146, 149 e 163; A. MINTO, *cit. supra* in questa nota, 647).

⁸⁹ Cfr., ad esempio, P. SFAMENI, *Idoneità dei modelli organizzativi e sistema di controllo interno*, in AGE, 2009, *passim*, spec. 270, 274; G. PRESTI, (nt. 23), 144; G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 149; G. FERRARINI, (nt. 18), 25; M. DE MARI, (nt. 87), 33 s.; M. LUBRANO DI SCORPANELLO, *Gli assetti nelle società quotate*, in M. IRRERA, (nt. 10), 535; A. MINTO, (nt. 88), 636; P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in NDS, 2021, 16.

⁹⁰ Considera, tuttavia, il sistema di controllo interno quale «presupposto e presidio per il (buon) funzionamento stesso degli assetti», I. POLLASTRO, (nt. 87), 1887 ritrovando in ciò un argomento per includere in generale l'«organizzazione di vertice» della società negli assetti organizzativi *ex art.* 2381 c.c. Per la verità, intendere il SCIGR quale momento dell'organizzazione d'impresa non appare incompatibile con il riconoscimento della sua centralità nel funzionamento degli assetti. L'opposta considerazione sembra presupporre l'adozione di una scala di valore improntata su un criterio in sé inappagante: finendo, in definitiva, per distinguere l'«organizzazione di vertice» da quella non di vertice sulla base dell'attribuzione o meno della decisione alla competenza dei soci oppure sulla base di una preferenza arbitraria dell'interprete.

⁹¹ In questi termini si sono espressi: M. DE MARI, (nt. 87), 30; M. IRRERA, M. SPIOTTA, *Gli obblighi e i doveri*, in *Diritto del governo delle imprese*², diretto da M. IRRERA, Torino, Giap-

5. La gestione del rischio nel sistema di controllo interno.

Tutto ciò detto, e passando più nello specifico alla verifica qui in programma, il primo profilo da evidenziare – quale portato della linea evolutiva prima segnalata al § 2 [sub lettera a)] – è la centralità del fattore rischio nelle vigenti regole di autodisciplina. A tal proposito viene, soprattutto, in rilievo il Principio XVIII dell'art. 6 del Codice di Autodisciplina, secondo cui il SCIGR si compone delle regole, procedure e strutture organizzative volte all'effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi generati dallo svolgimento dell'attività d'impresa. Si tratta di una vera e propria definizione del contenuto del sistema dei controlli, il quale, quindi, per dirsi conforme alle indicazioni del Codice, dovrà comporsi di tutti i momenti e le fasi previste, ancorché definite in concreto in applicazione del principio di proporzionalità.

È ricorrente notare come la progressiva definizione legislativa dell'organizzazione d'impresa (tanto nei settori speciali, quanto, in generale, per l'impresa societaria) si sia realizzata attraverso la «normativizzazione di regole aziendalistiche», ossia per mezzo del richiamo (spesso anche letterale) di prescrizioni e modelli propri delle scienze aziendalistiche⁹². Ciò, se (come pure da più parti notato) non esenta l'interprete dall'onere di definire il significato delle locuzioni secondo i consueti parametri interpretativi⁹³, richiede comunque di ac-

pichelli, 2020, 246; I. POLLASTRO, (nt. 87), 1891 s. È anzi ricorrente notare, soprattutto nelle analisi che hanno ad oggetto la disciplina del settore finanziario e delle società quotate, come il sistema dei controlli interni sia un elemento decisivo degli assetti d'impresa: cfr., ad esempio, M. IRRERA, *Assetti organizzativi, adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2005, 94 ss.

⁹² Il rilievo è veramente diffuso: si vedano, *ex multis*, P. MONTALENTI, (nt. 23), 535 ss.; L. ENRIQUES, D. ZETZSCHE, *The Risky Business of Regulating Risk Management in Listed Companies*, in *ECFR*, 2013, 272 s.; G. GASPARRI, (nt. 18), 30; M. DE MARI, (nt. 87), 30-32; M. STELLA RICHTER jr., *I sistemi di controllo delle banche*, in *Riv. soc.*, 2018, 329 (da cui è tratta l'espressione riportata nel testo); N. ABRIANI, (nt. 13), 560; S.A. CERRATO, G. PEIRA, *Risikogesellschaft e corporate governance: prolegomeni sulla costruzione degli assetti organizzativi per la prevenzione dei rischi. Il caso delle imprese agroalimentari*, in *Impresa e rischio*, a cura di S.A. CERRATO, Torino, Giappichelli, 2019, 85 (con specifico riguardo al sistema di gestione dei rischi).

⁹³ Ad esempio, è stato notato (e il rilievo tornerà nel corso dell'analisi) come la nozione giuridica di adeguatezza (da adottare per la selezione delle misure organizzative) non vada necessariamente identificata con quella di efficienza ed efficacia impiegata di frequente dalla scienza aziendalistica [V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione* (nt. 10), 295]; oppure come il dovere di istituire assetti adeguati non imponga sempre l'obbligo di proceduralizzare l'attività d'impresa in ossequio appunto alle indicazioni aziendalistiche più diffuse (G. SCO-

cordare particolare rilievo ai risultati delle scienze aziendalistiche, per lo meno per i profili più strettamente attinenti al contenuto del sistema dei controlli interni.

Così, pur rinviando alla dottrina specialistica⁹⁴, importa qui ripercorrere, in estrema sintesi, l'evoluzione della concezione del rischio nel contesto proprio dell'organizzazione aziendale. Con una certa dose di semplificazione, può dirsi che il modello di analisi più primitivo (c.d. *Traditional Risk Management*), per il quale i rischi rilevanti ai fini dei controlli interni sono solamente quelli operativi, è stato presto sostituito dal più evoluto modello del c.d. *Business Risk Management*, in cui l'analisi del rischio da elemento accessorio delle singole aree funzionali diventa oggetto di apposite e autonome procedure aziendali. Sulla scorta dei cambiamenti socioeconomici dell'ultimo ventennio del XX secolo, la scienza economica ha poi elaborato il modello del c.d. *Enterprise-wide Risk Management*. Nella nuova visione, il rischio non è più inteso unicamente secondo un'accezione negativa, come evento da cui proteggersi, bensì anche quale elemento *positivo* generatore di valore. Il rischio diventa così parte integrante ed essenziale delle strategie e degli obiettivi di crescita aziendale, giustificando gli sforzi della struttura aziendale per l'identificazione, gestione e il costante monitoraggio dei rischi rilevanti.

Per tenere conto della crescente attenzione agli interessi degli *stakeholders* coinvolti nella gestione dell'impresa, specie se di grandi dimensioni, il modello dell'*ERM*, così come accolto dal *CoSO II*, è stato di recente integrato con i fattori di rischio relativi all'ambiente e alla società, secondo l'approccio olistico proprio della concezione *ESG Risks*. Sulla scia di queste ultime tendenze, nel 2017 è stato pubblicato un aggiornamento del *CoSo Report* che, anche al fine di recepire la concezione *ESG Risks*, ha modificato il modello di riferimento dell'*ERM*, accentuando *inter alia* la rilevanza della gestione dei rischi, divenuta sempre più centrale sia per la definizione delle strategie di crescita, sia per il processo di determinazione delle *performances* raggiunte⁹⁵.

GNAMIGLIO, (nt. 85), 164 s.). Più in generale, ma con specifico riguardo al *risk management*, sono critici verso tale normativizzazione, L. ENRIQUES, D. ZETZSCHE, (nt. 92), 272 ss.

⁹⁴ In particolare, si rinvia ai classici lavori di S. BERETTA, *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Milano, Egea, 2004; M. ALLEGRI, *Il controllo interno nei gruppi aziendali*, Milano, McGraw-Hill, 2008; A. PALETTA, *Il controllo interno nella Corporate Governance*, Bologna, Il Mulino, 2008.

⁹⁵ Per un quadro più approfondito delle diverse concezioni susseguitesi nel tempo, v. R. PROVASI, *Le dinamiche evolutive del sistema di controllo interno*, Torino, Giappichelli, 2020, *passim*, spec. 61 ss.; e, con specifico riferimento alla concezione del rischio, P. VERNERO, B. PARENA, M.F. ARTUSI, *Risk Management e modelli organizzativi*, in S.A. CERRATO, (nt. 92),

Tornando al Codice di Autodisciplina, e tenuto conto di questa evoluzione, si comprende bene perché il citato art. 6 assegni un ruolo di sicura preminenza alla gestione del rischio nell'ambito del sistema di controllo interno⁹⁶. La circostanza, nota alla precedente edizione (v. *supra* § 2), realizza appunto il recepimento normativo dei più moderni modelli di controllo interno: passati dall'originaria identificazione del controllo con la funzione di *auditing* contabile, alle concezioni che lo intendono quale processo *continuativo* di individuazione e gestione di tutti gli eventi interni o esterni che possano contribuire al raggiungimento degli obiettivi strategici della società.

Così, le misure organizzative di cui si compone il SCIGR devono assicurare, anzitutto, l'identificazione «dei principali rischi». Si tratta di quel processo che nel modello dell'*ERM* prende il nome di *risk appetite framework*, con il quale si mira a selezionare i rischi rilevanti, individuati sia sulla base del settore merceologico, sia in ragione delle peculiarità della specifica attività d'impresa. Il processo di selezione dovrà avere ad oggetto *tutti* i rischi pertinenti all'esercizio dell'impresa. Data l'ampia portata della disposizione, non pare possibile limitare i rischi rilevanti a quelli di natura strettamente finanziaria⁹⁷. Al di là delle possibili classificazioni⁹⁸, sono dunque oggetto del processo di

3-7; G. BIANCHI, *Risk management*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm. Agg.*, III, Torino, Utet, 2007, 743 ss. Come già accennato al § 2, va qui rimarcato come alla modifica della concezione del *risk management* sia seguita l'evoluzione dei modelli di *governance* presupposti dalle *best practices* internazionali (segnatamente dal *CoSo Report*) e, conseguentemente, del modello dei controlli interni suggerito dalle diverse edizioni dei codici di autodisciplina italiani.

⁹⁶ Evidenziano il profilo: M. MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, I, a cura di V. DI CATALDO, V. MELI, R. PENNISI, Milano, Giuffrè, 2015, 406 ss.; V. CALANDRA, *Il sistema*, (nt. 10), 38 s.; N. ABRIANI, (nt. 13), 556 ss.; D. LATELLA, (nt. 13), 79; M. STELLA RICHTER JR, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 669; M. IRRERA, (nt. 91), 184; nella letteratura straniera, per un'analisi che rimarca la centralità della gestione del rischio nella funzione di controllo del *board v.*, ad esempio, H. HO, (nt. 13), 242 ss.

⁹⁷ In questo senso v. P. SFAMENI, (nt. 89), 271. La norma va coordinata con le altre, generali o settoriali, che vincolano la discrezionalità dell'organo gestorio e impongono la valutazione di certe categorie di rischi. Si pensi, ad esempio, all'art. 2428 c.c. là dove richiede l'illustrazione dei «principali rischi e incertezze a cui la società è esposta»; oppure all'art. 15, primo comma, lett. a), d.lgs. n. 81/2008, il quale, nell'ambito settoriale di riferimento, impone «la valutazione di tutti i rischi per la salute e sicurezza».

⁹⁸ Per una convincente classificazione dei rischi aziendali, v. S.A. CERRATO, G. PEIRA, (nt. 92), 81 s., i quali sembrano identificare dei criteri che, proprio perché strettamente ancorati ai caratteri dell'attività d'impresa, potrebbero forse dirsi avere una portata *oggettiva* e non *soggettiva*, così come, invece, ritenuto dagli Autori.

valutazione, ad esempio, i rischi operativi, di indebita appropriazione dei dirigenti, di eccessivo indebitamento, ma anche i rischi reputazionali, legali e ambientali.

In tale contesto, è da rimarcare l'ormai consolidato approccio degli studi aziendalistici, e degli operatori del mercato, ad accordare rilevanza ai c.d. rischi *ESG*⁹⁹. Si tratta, come noto, dei rischi legati, ad esempio: *i*) al cambiamento climatico, all'efficienza energetica, alla riduzione dell'emissione di gas serra; *ii*) al rispetto dei diritti umani e di sicurezza degli ambienti di lavoro, al rispetto delle diversità di genere nelle sedi di lavoro, alle esigenze delle comunità locali in cui ha sede l'impresa; *iii*) al rispetto delle regole di *internal governance* volte a prendere in esame gli interessi degli *stakeholders*, nonché delle regole in materia di composizione e retribuzione dei membri del consiglio¹⁰⁰.

A tal proposito, è da notare che il processo di identificazione non può limitarsi agli eventi in sé determinanti un potenziale ma *diretto* pregiudizio per l'operatività aziendale. A ben vedere, infatti, le linee guida comunemente adottate a livello internazionale (*in primis* il *CoSo Report*, così come integrato nel 2017) o per il tramite del riferimento alla necessaria integrazione della valutazione dei rischi con gli obiettivi strategici di crescita oppure per mezzo della valorizzazione dei rischi di *compliance*, richiedono una valutazione circa le

⁹⁹ Cfr. CoSo, *Applying enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks*, ottobre, 2017; nella dottrina aziendalistica ci si può limitare a richiamare R. PROVASI, (nt. 95), 130; e, più in generale, lo storico contributo di J. ELKINGTON, *The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Oxford, Capstone, 1997, nonché il più recente lavoro di G. BUSCO, G. FIORI, M.L. FRIGO, A. RICCABONI, *Sustainable Development Goals: Integrating Sustainable Initiatives with Long-Term Value Creation*, in *Strategic Finance*, 2017, 28 ss. È comunque ricorrente notare come alcuni dei rischi riconducibili al *framework ESG*, si pensi soprattutto a quelli legati alla *governance*, fossero già noti e oggetto di valutazione nei processi di *ERM*.

¹⁰⁰ Per una prima definizione dei rischi *ESG* in uso nella prassi internazionale, v. MSCI, *ESG Ratings Methodology: Executive Summary*, (2018, April); ROBECO, *ESG definition*. Al di là delle pur esistenti incertezze nella definizione dei fattori in questione, il profilo più problematico della valutazione dei rischi *ESG* sembra essere quello della loro integrazione nei processi di *ERM*, proprio in ragione della talora difficoltosa misurazione e quantificazione dei rischi: cfr. CoSo (nt. 99), 40 ss. Più in generale, sulla difficoltà di delimitare la fattispecie e di chiarire il suo rapporto con la più consolidata funzione aziendale di *compliance*, v. E. POLLMAN, *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance*, in *The Cambridge Handbook of Compliance*, ed. by B. VAN ROOIJ, D. SOKOL, Cambridge, CUP, 2021, 662 ss.; per un resoconto delle tappe principali della nascita e affermazione dell'approccio *ESG* e del suo rapporto con le istanze di *corporate social responsibility* e con la *shareholder primacy*, v. D.S. LUND, E. POLLMAN, (nt. 4), 2612 ss.

conseguenze che la conduzione dell'attività d'impresa possa avere sugli interessi di tutti gli *stakeholders* da essa direttamente o indirettamente coinvolti¹⁰¹. Così, ancorché sia di certo da riconoscere ampia discrezionalità nella definizione del SCIGR, è ormai consolidata, come confermato anche dalla superiore indagine comparatistica¹⁰², la tendenza a includere nel processo di individuazione pure i rischi da impresa, ossia quelli relativi a eventi aventi delle ricadute dirette non tanto sul ciclo produttivo aziendale, quanto piuttosto sulla sfera giuridica di soggetti terzi, e che trovano nell'attività d'impresa la causa prima del loro avverarsi¹⁰³.

La necessaria valutazione dei rischi *ESG*, del resto, trova conferma nel precepto dell'art. 3, d.lgs. 254/2016, dedicato alle informazioni non finanziarie rese al mercato dalle s.p.a. quotate¹⁰⁴, ma che, a ben vedere, impone la prece-

¹⁰¹ A tal riguardo, vengono in rilievo anche le indicazioni e gli *standard* internazionali in materia di informazioni non finanziarie da fornire al mercato: cfr. *GRI standards* (*Global Sustainability Standards Board*); *SASB standards* (*Sustainability Accounting Standards Board*).

¹⁰² Ciò vale specialmente per le chiare prese di posizione in tal senso del regolatore tedesco e di quello olandese. Per i riferimenti si vedano *supra* §§ 3.2 e 3.3.

¹⁰³ La rilevanza di questi eventi non si apprezza quindi sul piano del possibile detrimento del risultato economico atteso. Se quest'ultimo aspetto (che tradizionalmente dà contenuto al rischio d'impresa) è di certo oggetto del SCIGR, nei moderni ordinamenti l'ambito dei rischi rilevanti per il sistema di controllo interno non può limitarsi a quelli ad esso riconducibili [S.A. CERRATO, G. PEIRA, (nt. 92), 82 s.]. Può dirsi, insomma, realizzato un arricchimento della tradizionale (e per la verità limitata) nozione di rischio d'impresa, sulla scorta dello stimolo proveniente dalle scienze aziendalistiche e dalle legislazioni settoriali.

¹⁰⁴ Il tema dell'informazione non finanziaria è al centro del dibattito internazionale (per minimi riferimenti, v. *supra* nt. 8). Del resto, la scelta europea di adottare una diffusa regolamentazione di fonte primaria non è stata finora seguita dal regolatore statunitense, che continua ad affidare la materia all'autodisciplina (per un'analisi comparata con ordinamenti extraeuropei, v. V.H. HO, S.K. PARK, *ESG Disclosure In Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering In Public Reporting*, in 41 *U. Pa. J. Int'l L.*, 2019, 249 ss.). Ciò ha determinato una certa discussione sulla funzione e giustificazione di tali obblighi. Di particolare interesse (anche per le seguenti considerazioni sulla rilevanza organizzativa dei fattori di rischio *ESG*) sono quegli studi che mettono in rilievo come – nel moderno contesto di mercato caratterizzato da una crescente concentrazione della proprietà azionaria delle società quotate in capo a investitori istituzionali di dimensioni globali – l'impossibilità per questi ultimi di neutralizzare il c.d. *systemic risk* per mezzo della diversificazione degli investimenti sia alla base delle loro iniziative volte a favorire l'implementazione di un'effettiva *ESG disclosure* (J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, in *J. Corp. L.*, 2022, *forthcoming*, reperibile in: <https://papers.ssrn.com>; J.C. COFFEE, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, ECGI Law Working Paper n. 541/2020, reperibile in: <https://papers.ssrn.com>; A. PLATT, *Index Fund Enforcement*, in 53 *U.C. Davis L. Rev.*, 2020, 1453

dente valutazione dei «principali rischi, generati o subiti» proprio con riguardo all'ambiente, al contesto sociale in cui opera l'impresa, al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. E si tratta di una valutazione in sé indipendente dalla lesione, attuale o potenziale, delle sfere giuridiche dei terzi *singolarmente* individuati. L'evento, infatti, pare essere considerato *in primis* nella sua portata generale, quale pregiudizio a un certo valore o interesse sociale¹⁰⁵.

Il secondo momento in cui si articola il processo di gestione dei rischi è dato dalla fase di misurazione. Il SCIGR deve assicurare la possibilità di formulare una valutazione quali-quantitativa dei singoli eventi e della probabilità del loro avverarsi. Sulla scorta delle indicazioni delle scienze aziendali, può dirsi che tale valutazione abbia lo scopo di ordinare i rischi identificati secondo una scala di priorità, definita sulla base delle strategie adottate e della propensione al rischio dell'ente¹⁰⁶. In certi casi, è il legislatore a stabilire i criteri da impiegare nella valutazione dei rischi: è il caso, ad esempio, della disciplina in materia di antiriciclaggio [artt. 7, primo comma, lett. c); 11, secondo comma; 15, primo e secondo comma, d.lgs. n. 231/2007]. In generale, tuttavia, la definizione dei criteri e la prevalenza tra essi è rimessa ancora una volta alla discrezionalità degli amministratori.

Alla identificazione e misurazione segue, poi, la fase di gestione vera e propria. L'obiettivo di questo stadio è quello di determinare le misure idonee a contingentare gli effetti dei rischi (così come prima identificati e misurati) alla luce del livello di rischio ritenuto accettabile secondo un'apposita analisi costi-benefici (c.d. *risk tolerance*). Si tratta, cioè, di determinare gli strumenti che consentono di ridurre la probabilità dell'avverarsi dell'evento negativo (o, reciprocamente, di aumentare quella dell'evento positivo) entro una certa soglia, da stabilire secondo il bilanciamento tra benefici attesi per il persegui-

ss.); cenni sul tema anche da parte di C.H. SEIBT, J. MOHAMED, (nt. 47), 360 s. Nella nostra letteratura il tema del c.d. *common ownership* e il conseguente crescente valore di *soft law* delle *proxy voting guidelines* dei c.d. *Big Three* (Black Rock, Vanguard, StateStreet) è ora analizzato da G. STRAMPELLI, (nt. 1), 1104 ss.

¹⁰⁵ Ciò considerato, può forse ritenersi, contrariamente a quanto di frequente osservato (ad esempio, D. LENZI, *La gestione del rischio di danno ambientale per le società di capitali*, in S.A. CERRATO, (nt. 92), 236 s.), che la categoria delle c.d. esternalità negative non sia del tutto appropriata per le fattispecie in parola, dal momento che la stessa presuppone sempre la possibilità di intestare le conseguenze negative in capo alle sfere giuridiche di singoli terzi e, per lo meno nelle elaborazioni classiche, limitatamente a quegli interessi tutelati dal diritto di proprietà.

¹⁰⁶ Cfr., ad esempio, R. PROVASI, (nt. 95), 131 s.

mento delle strategie d'impresa e costi delle misure necessarie ad assicurare la soglia di rischio voluta¹⁰⁷.

In linea di massima, la determinazione del livello di rischio residuo accettabile è rimessa, ancora una volta, alla scelta degli amministratori, i quali potranno decidere (entro i consueti confini della discrezionalità gestoria) di accettare (secondo un calcolo di utilità economica) una certa probabilità dell'evento, facendo sì che le misure di gestione del rischio in concreto adottate non siano tali, appunto, da mirare all'azzeramento di ogni probabilità del rischio. Tale affermazione vale pienamente con riguardo ai rischi "imprenditoriali", ai rischi cioè che attengono al risultato economico dell'impresa¹⁰⁸. Al riguardo, in questa sede, ci si deve limitare a osservare come una moderna concezione del rischio d'impresa non possa prescindere dall'analisi dei condizionamenti sull'organizzazione interna dell'impresa delle ricadute "esterne" sugli interessi dei terzi da essa coinvolti, e ciò a prescindere dal fatto che tali interessi abbiano il valore di diritti soggettivi, interessi collettivi o interessi diffusi.

A valutazioni differenti si può pervenire con riguardo ai rischi da impresa e, in particolare, per quei rischi che implicano una violazione di norme di legge o regolamentari e una lesione di situazioni giuridiche soggettive altrui; ipotesi comunemente riassunte con la formula di rischi di non *compliance*. In tali casi, il rispetto del precetto normativo impone di adottare delle misure organizzative tese alla neutralizzazione del rischio di violazione, dovendosi perciò

¹⁰⁷ Sulla base delle indicazioni del *CoSo Report* descrive in questi termini il processo di gestione dei rischi, P. SFAMENI, (nt. 89), 276.

¹⁰⁸ Sul piano descrittivo, ci si riferisce ad esempio al *rischio di credito o di volatilità* (dovuto al mancato incasso dei flussi di cassa attesi in ragione dell'inadempimento delle controparti o di altri eventi); al *rischio di liquidità* (mancanza delle risorse finanziarie necessarie per far fronte agli impegni assunti); al *rischio di mercato* (detrimento del patrimonio dovuto a mutamenti nell'andamento di variabili macroeconomiche); al *rischio internazionale* (variazione rilevante dei tassi di cambio valutari); al *rischio operativo* (disfunzioni o inadeguatezza dei processi o dei sistemi interni dovuti a eventi endogeni o esogeni). In argomento, v. F. CHIAPPETTA, *Il sistema di controllo interno tra compliance normativa e attività gestionale*, in *RDS*, 2013, 556. Il tema del rischio d'impresa è stato oggetto di una crescente attenzione da parte degli interpreti, complice il verificarsi di eclatanti *default* finanziari e, come prima accennato, una certa evoluzione delle scienze aziendalistiche. In generale, tuttavia, gli studi di stampo prettamente giuscommercialistico (che prescindono dal tema della doverosità dell'elemento "rischio d'impresa" nella fattispecie "impresa") non sono numerosi (cfr. F. CAVAZZUTI, *Rischio d'impresa*, in *Enc. dir. Agg.*, IV, Milano, Giuffrè, 2000, 1093; A. IANNARELLI, *Appunti per una teoria giuridica del "rischio d'impresa"*, in *Studi in onore di Lipari*, II, Milano, Giuffrè, 2008, 1233; V. BUONOCORE, *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, ESI, 2006, 20 s. e 62 s.).

negare la possibilità che l'eventuale convenienza economica possa giustificare l'accettazione consapevole del rischio di violazione¹⁰⁹.

La determinazione delle misure di gestione dei rischi non esaurisce l'oggetto del SCIGR. È, altresì, necessario che vengano predeterminate delle regole per il successivo monitoraggio delle misure adottate. Si tratta, cioè, di verificare che il sistema sia in concreto funzionante. L'onere è perfettamente coerente con la natura continuata del processo di valutazione e gestione dei rischi presupposto dalle *best practices* internazionali¹¹⁰.

Orbene, secondo il Codice di Autodisciplina, tutte le fasi appena ripercorse devono realizzarsi attraverso regole, procedure e strutture organizzative tali da

¹⁰⁹ Nello stesso senso si sono espressi: P. SFAMENI, (nt. 89), 276 s.; M. MAUGERI, (nt. 96), 390 s.; *contra* D. LENZI, (nt. 105), 241, nt. 28. Il tema è strettamente legato a quello dei doveri degli amministratori verso i soci. È stato, invero, notato come la relazione di *agency* tra soci e amministratori implichi pure il dovere di questi ultimi di eseguire il proprio incarico nel rispetto degli obblighi legali o regolamentari, e ciò anche nella prospettiva di assicurare una certa tutela agli interessi degli *stakeholders*. A questo punto, si pone, però, il problema di chiarire la fonte di tale obbligo: se sia o meno riconducibile al *duty of loyalty*, al *duty of good faith*, al *duty of oversight* o al *duty of obedience* [cfr. M.A. EISENBERG, *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, in 62 *Fordham L. Rev.*, 1993, 437, 441; A.R. PALMITER, *Duty of Obedience: The Forgotten Duty*, in 55 *N.Y.L.S. L. Rev.*, 2010, 457 ss.; J.G. HILL, *Corporations, Directors' Duties and the Public/Private Divide*, in *Firm Governance: The Anatomy of Fiduciary Obligations in Business*, ed. by A. LABY, J. RUSSELL, Cambridge, CUP, 2020, 13 ss., reperibile in <https://papers.ssrn.com> (da cui si cita), ove un confronto di diritto vivente sul tema della responsabilità degli amministratori per i rischi non finanziari negli ordinamenti inglese, statunitense e australiano]. La questione, sembra quasi superfluo notare, è strettamente legata, nuovamente, al problema dell'interesse sociale e ai suoi condizionamenti sull'operato degli amministratori. Il tema non può essere qui affrontato. Ci si limita ad osservare che nell'ambito del SCIGR non pare possibile distinguere il rischio economico da quello di non *compliance* nei termini affermati per le s.p.a. non quotate da un certo orientamento dottrinale: sulla base della disomogeneità dei due rischi si è ritenuto, in particolare, che il modello organizzativo di cui all'art. 6, d.lgs. n. 231/2001 non sia riconducibile agli assetti organizzativi di cui all'art. 2381 c.c. [M. MAUGERI, (nt. 96), 392-395]. A prescindere dalla valutazione della tesi [su cui comunque v. M. IRRERA, (nt. 91), 109 ss.; C. PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 730 ss.], mette conto rimarcare che entrambe le categorie di rischio interessano il SCIGR (così pare pure P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel codice di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 98). Da qui la soggezione delle procedure e strutture organizzative chiamate a valutare i rischi di non *compliance* al giudizio di adeguatezza previsto dall'art. 2381 c.c. e ribadito, come meglio nel seguito, dal Principio XIX dell'art. 6 del Codice di Autodisciplina.

¹¹⁰ Il riferimento principale è dato, ancora una volta, dal *CoSo Report*. La circolarità e la continuità del processo di gestione dei rischi è evidenziata da G. BIANCHI, *Le procedure aziendali*, in M. IRRERA, (nt. 10), 212.

consentire una gestione (in senso lato) del rischio effettiva ed efficace. È evidente quanto la locuzione impiegata sia debitrice dell'approccio aziendalistico al tema. Vengono, infatti, utilizzate le consuete formule dell'organizzazione aziendale, con i quali si individuano: *i*) tanto gli elementi statici della macro o microstruttura organizzativa (quali, l'organigramma, l'individuazione delle unità organizzative, il loro dimensionamento, le mansioni e i ruoli), che definiscono *che cosa* il sistema organizzativo si prefigge di realizzare e *chi* sia preposto a farlo; *ii*) quanto gli aspetti dinamici dell'organizzazione, ossia i modi effettivi di realizzazione di un processo o di un'attività, che individuano il *come* dell'attività d'impresa¹¹¹. Così, guardando più da vicino alle formule utilizzate dal Principio in esame, le «strutture organizzative» sono le funzioni aziendali (gli uffici) di supporto, operative e di controllo, che attuano le procedure rilevanti per il SCIGR, ossia le funzioni di *audit*, *risk management* e *compliance*¹¹². Le «regole» e le «procedure» identificano (con una certa ridondanza) i processi dinamici, ossia i meccanismi di coordinamento finalizzati alla effettiva gestione (in senso lato) dei principali rischi d'impresa. Ed è evidente come il giudizio di adeguatezza e di efficacia del SCIGR (sia in sede di formazione che di successiva vigilanza) deve avere ad oggetto entrambi gli aspetti, benché alla valutazione delle procedure può forse essere accordata una certa prevalenza.

¹¹¹ Cfr., ad esempio, P. DE VITA, R. MERCURIO, F. TESTA, *Organizzazione aziendale: assetto e meccanismi di relazione*, Torino, Giappichelli, 2007; E.L. GAMBEL, *Management & organizzazione*⁶, Milano, Franco Angeli, 2010.

¹¹² In argomento v. M. DE MARI, (nt. 87), 30 s.; P. SFAMENI, (nt. 89), 273 s. Ricorre in dottrina l'idea (espressa o implicita) secondo cui la definizione dei compiti, poteri e contenuti del sistema di controllo interno e, specificamente, delle funzioni aziendali che lo compongono possa essere mutuata dalla legislazione delle imprese bancarie, la quale ha visto nel tempo una corposa disciplina regolamentare cui è seguita una altrettanto copiosa letteratura. In effetti, è innegabile che l'elaborazione dottrinale e le soluzioni legislative proprie del settore bancario (ma pure di quello dell'intermediazione mobiliare e assicurativa) siano un termine di confronto quasi obbligato, e ciò in ragione dell'unitarietà del sistema del diritto d'impresa e, appunto, della ricchezza del dato normativo proprie di quel contesto. Cionondimeno, l'applicazione *sic et simpliciter* di soluzioni dell'impresa bancaria a quello dell'impresa azionaria quotata non pare così scontata. Invero, l'estensione può avvenire solo all'esito di una specifica verifica che sia, in particolare, volta ad escludere che la misura organizzativa presa in esame sia dovuta alla necessaria valutazione del c.d. rischio sistemico, proprio del solo settore bancario (e in una certa misura di quello mobiliare e assicurativo): in questo senso, v. M. MAUGERI, (nt. 96), 385 s.; V. CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione* (nt. 10), 299.

6. I poteri del plenum consiliare: la determinazione delle linee di indirizzo.

Il secondo portato della precedente analisi storico-comparata a trovare conferma nella autodisciplina vigente è la rilevanza del *plenum* consiliare nell'ambito del SCIGR. Emerge, infatti, nitidamente l'attribuzione ad esso di poteri di vera e propria macro-conformazione dei profili decisivi del sistema medesimo. E, per la verità, si tratta di una tendenza da tempo fatta propria dall'autodisciplina¹¹³. Il che, oltre a essere del tutto conforme al modello presupposto dal *CoSO Report*, è del pari, come detto, coerente con l'evoluzione della concezione del controllo (quale fase propria dell'attività di gestione, c.d. *decision control*) e con le indicazioni del modello del c.d. *monitoring board*.

A tal proposito, sono rilevanti, soprattutto¹¹⁴, anzitutto, il potere/dovere del *plenum* di definire «le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di

¹¹³ Cfr. N. ABRIANI, (nt. 14), 268 ss.; M. VENTORUZZO, (nt. 14), 446; L. SCHIUMA, *La disciplina dell'organo societario di controllo e il sistema dei controlli interni*, in M. CERA, G. PRESTI, (nt. 11), 2020; A. ZANARDO, (nt. 10), 273 s.; M. IRRERA, (nt. 91), 190; ma v. L. ENRIQUES, *Il sistema dei controlli interni delle società quotate: a piccoli passi verso una semplificazione?*, in P. ABBADESSA, (nt. 20), 165, per la sottolineata (e auspicata) centralità del collegio sindacale, ancorché con espresso riguardo al codice di autodisciplina previgente. Peraltro, da tempo in dottrina si evidenzia come pure per le società per azioni non quotate «spetta al consiglio di amministrazione (ovvero all'organo equivalente dei sistemi dualistico e monistico) una competenza di carattere generale sul sistema dei controlli interni [...]», G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 150.

¹¹⁴ In questa sede, tra le competenze, per così dire, strutturali assegnate all'organo consiliare (relative, cioè, alla definizione dell'assetto organico del SCIGR), ci limitiamo a rimarcare il potere di cui alla lett. (b) dell'art. 6.33, notando quanto segue. *A*) Se è vero che l'organo amministrativo dovrà fare in modo che la funzione di *internal audit* abbia mezzi materiali (tecnici e di supporto), risorse umane e professionali adeguate alle dimensioni e caratteristiche della società, in mancanza di una espressa previsione – come avviene per le funzioni aziendali di controllo in ambito bancario (art. 1, Sez. III, Circ. BI 285/2013) – sembra, però, difficile ammettere la facoltà del responsabile di *internal audit* di affidare in autonomia (e quindi direttamente, senza “passare” dagli organi sociali) incarichi di consulenze esterne, utilizzando le risorse economiche destinate al suo ufficio. Appare, invece, possibile (al pari di quanto avviene nella appena richiamata disciplina bancaria) inferire un onere di aggiornamento professionale per i membri dell'ufficio dal dovere di dotare quest'ultimo di risorse adeguate. *B*) Il requisito dell'«indipendenza», predicato in relazione al soggetto esterno cui attribuire in outsourcing la funzione di *internal audit*, sembra si debba intendere in termini oggettivi, acquisendo un significato prossimo a quello di autonomia, così come viene talora affermato in relazione all'organismo di vigilanza ex art. 6, primo comma, lett. b), d.lgs. n. 231/2001 (P. MONTALENTI, (nt. 43), 304 ss.): si giungerebbe, altrimenti, a una inevitabile contraddizione con la disposizione che

gestione dei rischi in coerenza con le strategie della società» (art. 6, Principio XIX); in secondo luogo, il potere/dovere del consiglio di provvedere alla valutazione di adeguatezza ed efficacia del sistema di controllo (art. 6, Principio XIX); in terzo luogo, il compito attribuito all'organo di definire «i principi che riguardano il coordinamento e i flussi informativi», nonché, e conseguentemente, il suo ruolo di destinatario (per vero, non sempre esclusivo) dei *reports* informativi degli altri organi e uffici coinvolti nel sistema stesso (art. 6, Principio XX).

Iniziando dal primo dei detti poteri, va notato come l'organo amministrativo sia chiamato a definire i principi e i criteri generali del sistema di controllo interno, che dovranno poi essere precisati, attuati e, perciò, rispettati dagli altri organi e uffici interni della società. L'indicazione – oltre a rimarcare il fatto (ormai pianamente riconosciuto) che l'istituzione di un sistema di controllo interno sia oggetto di un vero e proprio dovere degli amministratori¹¹⁵ – dà contenuto alla funzione di alta amministrazione, garantendo al *plenum* una partecipazione *dinamica* alla gestione¹¹⁶: abbandonata l'idea secondo cui la funzione di amministrazione sia del tutto avulsa da quella di controllo, il potere in questione concretizza, nella sua manifestazione forse più alta, il potere/dovere degli amministratori non esecutivi di provvedere alla gestione sociale. La portata della previsione va meglio chiarita.

È noto che, allo scopo dichiarato di definire una ripartizione effettiva delle responsabilità gestorie, la riforma del diritto societario del 2003 ha esonerato gli amministratori non esecutivi dal generale dovere di vigilanza sulla gestione sociale, assegnando loro il più (de)limitato dovere di valutare il generale andamento della gestione sulla base delle informazioni ricevute dagli organi delegati. Al contempo, è stato codificato il potere/dovere del singolo amministratore di agire in modo informato e di chiedere agli organi delegati informazioni relative alla gestione della società (art. 2381, sesto comma, c.c.). Ne è derivato un corposo dibattito sui termini e le condizioni del potere/dovere di informazione degli amministratori non esecutivi, nel presupposto evidente che le soluzioni interpretative prescelte implicino il riconoscimento di un potere più o

sottopone il soggetto “interno” incaricato della funzione in questione alla dipendenza gerarchica del *plenum* consiliare.

¹¹⁵ Per questa via si segna una netta differenza nell'affermazione del ruolo del SCIGR rispetto a quanto avvenuto in altri ordinamenti, specie quello tedesco: cfr. *supra* § 3.

¹¹⁶ Cfr. F. BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2008, 125 s.; ID., (nt. 10), 1199; G. MEO, (nt. 11), 1874; ma v. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa*, Bologna, Il Mulino, 2021, 69 ss., per una diversa sottolineatura.

meno ampio dei singoli amministratori, ma anche – e soprattutto – di una loro corrispondente responsabilità¹¹⁷.

Ora, il Codice di Autodisciplina conferma senz'altro i punti fermi della riforma del diritto societario del 2003, tanto da potersi senz'altro ritenere che pure la regolamentazione del Codice presupponga, e delinei, un «sistema “procedimentalizzato” di flussi informativi dagli organi delegati al collegio [...] e di speculari compiti valutativi da parte di quest'ultimo»¹¹⁸.

Cionondimeno, l'art. 6 del medesimo Codice sembra aggiungere (o per lo meno precisare) un ulteriore potere del *plenum*, la cui portata va rimarcata in questa sede. Invero, la formula impiegata («definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in coerenza con le strategie della società») consente al consiglio di dettare precise indicazioni non solamente sugli aspetti più strettamente statico-strutturali del SCIGR (quali, ad esempio, i criteri, e i limiti, sulla base dei quali affidare a un soggetto esterno la funzione di *internal audit*), ma pure su quelli dinamico-funzionali, ossia *in primis* sui processi di individuazione, misurazione e gestione dei rischi. Il *plenum* ha, dunque, la possibilità di ingerirsi nella definizione della politica di gestione del rischio, determinando *ex ante* (ma solo eventualmente), ad esempio, il livello massimo o minimo ritenuto accettabile per le singole categorie di rischio. Ne deriva, pertanto, la possibilità per il consiglio di vincolare la discrezionalità dell'organo delegato nella successiva attuazione e realizzazione dell'azione amministrativa.

A questo punto, è da chiedersi se il sistema così delineato sia ancora all'interno del modello del c.d. *monitoring board* oppure se si possa parlare di un nuovo modello con una più marcata rilevanza della funzione di *advising*, forse più prossimo alla esperienza tedesca caratterizzata, come prima osservato, da una vera cogestione tra *Aufsichtsrat* e *Vorstand* per i profili qui d'interesse¹¹⁹. In ogni caso, in questa sede – pur non mettendo in discussione

¹¹⁷ I termini del dibattito sono invero assai noti: v., per tutti, F. BARACHINI, (nt. 10), 1210 ss.; U. TOMBARI, (nt. 10), 323 ss.

¹¹⁸ Così P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in P. ABBADESSA, GB. PORTALE, (nt. 11), 502.

¹¹⁹ Per il superamento del modello del *monitoring board* nel contesto della c.d. *information governance* e tenuto conto, *inter alia*, del ruolo del *board* nel sistema di controllo interno delineato a partire dal Coso Report, di recente, si sono espressi F. STEVELMAN, S.C. HAAN, *Boards in Information Governance*, in 23 *U. Penn. J. Bus. L.*, 2020, 1 ss. Per la rimarcata centralità della funzione di *advising*, seppure nell'evenienza di *disruptive events*, v. E. CROCI, G. HERTING, L. KHOJA, L.L. LAN, *The Advisory and Monitoring Roles of the Board – Evidence from Disruptive Events*, ECGI Working Paper n. 673/2020, reperibile in: <https://www.ssrn.com>. Ed

l'autonomia dell'organo delegato nella "cura" e realizzazione del SCIGR¹²⁰ – importa osservare come il *plenum* abbia la possibilità di incidere su un aspetto essenziale della gestione d'impresa: il che sarà tanto più vero quanto più il consiglio, definendo le linee di indirizzo, decida di "entrare" nella gestione del rischio. Così, il potere in questione sembra pertinente alla funzione gestoria riservata agli amministratori *ex art. 2380-bis c.c.*, piuttosto che al compito di valutare gli assetti realizzati dall'organo delegato ai sensi dell'art. 2381, terzo comma, c.c.¹²¹.

è pure da segnalare la tendenza ad estendere la portata della funzione di *monitoring* ai profili più strettamente connessi ai rischi non finanziari corsi da *stakeholders* ed esternalizzati dalle società; sul punto, v., ad esempio, J.G. HILL, (nt. 109), 1 ss. Evidenzia i limiti del modello *de quo* per la comprensione delle prerogative del *plenum* consiliare relative alla gestione dei rischi di società per azioni bancaria, V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impr. soc.*, 2015, 31.

¹²⁰ Il ruolo del *chief executive officer* appare, per la verità, finanche rafforzato dall'attuale versione del Codice. A differenza di quanto previsto dalla versione previgente, infatti, il compito di attuare e realizzare le misure organizzative del sistema di controllo interno, facendo in modo che esso sia sempre adeguato, efficiente e aggiornato, tanto alle condizioni operative della società quanto al quadro normativo è sempre assegnato al CEO, rimanendo esclusa la possibilità che il consiglio deleghi un diverso amministratore (in conformità, del resto, con la prassi prevalente; lo ricorda, P. MARCHETTI, *Sull'attuazione del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 1417). La novità appare meritevole di apprezzamento: oltre a semplificare la forse troppo "affollata" *governance* delle società quotate, appare del tutto conforme alla centralità, sempre più marcata, del sistema di controllo interno nei processi gestionali d'impresa. Invero, come prima chiarito: se la politica di individuazione e gestione del rischio deve orientare la definizione delle strategie sociali; se – in conformità con il modello del c.d. *Enterprise-wide Risk Management* – il rischio è da intendere anche quale elemento positivo generatore di valore; se il *risk appetite framework* deve avere ad oggetto tutti i rischi pertinenti all'esercizio dell'impresa, ivi inclusi quelli corsi dagli *stakeholders* da essa coinvolti, e dando perciò rilevanza anche al rischio *da impresa*; l'attribuzione a un amministratore diverso dal CEO della "cura" del sistema di controllo interno non sembra essere una scelta del tutto opportuna, dal momento che potrebbe favorire il ridimensionamento e la marginalizzazione dell'individuazione e gestione (in senso lato) dei rischi nella concreta azione amministrativa, fatto in sé poco coerente con la crescente rilevanza dei processi organizzativi di gestione del rischio. Si spiega bene allora la preferenza del Codice e il chiarimento del Comitato di *Corporate Governance*, che sottopone la scelta contraria al principio del *complain or explain* (cfr. "Q&A funzionali all'applicazione del Codice di Corporate Governance – edizione 2020", Q. Racc. 32).

¹²¹ Del resto, con riguardo alle prerogative del *plenum* consiliare di società per azioni bancaria (ma il punto non sembra legato alla specialità del settore bancario), è stato da tempo osservato come «le attribuzioni in materia di adeguatezza dell'assetto organizzativo e del sistema dei controlli interni [...] travalichino la semplice «valutazione» prevista dall'art. 2381, terzo comma, c.c.» ([così, V. CALANDRA BUONAURA, (nt. 119), 31).

Del resto, in aderenza alla concezione ampia di *risk management* fatta propria dalle *best practices* internazionali, le strategie della società (la cui definizione è attribuita – si badi – al *plenum* dall'art. 1 del Codice di Autodisciplina) sembrano causalmente dipendenti dall'analisi dei rischi, dovendosi cioè ritenere che le scelte sulla gestione dei rischi dell'attività d'impresa determinino, a loro volta, le scelte sulle strategie di crescita: alla prima, nell'ottica della sostenibilità finanziaria e non dell'attività d'impresa va, quindi, accordato il ruolo di vera variabile indipendente¹²². Ciò, conseguentemente, potrebbe avere altresì delle ricadute sulla delimitazione della responsabilità degli amministratori: il tema, tuttavia, fuoriesce dai limiti della presente indagine e può essere qui solo segnalato.

7. (segue). *La valutazione di adeguatezza e di efficacia per il successo sostenibile dell'emittente.*

Il secondo potere, che dà contenuto alle prerogative del *plenum* nel contesto qui in esame, è dato dalla verifica e valutazione dell'adeguatezza del SCIGR: ai sensi del Principio XIX e della Raccomandazione n. 33, lett. a), il consiglio di amministrazione è chiamato a verificare – con cadenza almeno annuale – che il SCIGR sia idoneo a svolgere i compiti ad esso affidati, presidiando e gestendo i principali rischi secondo i parametri dell'adeguatezza e

¹²² In altri più chiari termini, se può convenirsi sul fatto che i processi di individuazione e di gestione dei rischi siano guidati dalle specifiche strategie di crescita della società, non pare corretto legare tali processi alle strategie secondo un rapporto di consequenziale dipendenza, facendo cioè dipendere i primi dalle seconde. Dando seguito all'evoluzione della concezione del *risk management*, secondo le *best practices* internazionali, gli obiettivi di crescita e sviluppo, così come le azioni da adottare per il loro perseguimento, vanno definite in considerazione degli effetti dei rischi posti dalla specifica attività d'impresa, sì da fare in modo che le conseguenze negative o positive (in coerenza con una accezione ampia di "rischio") delle scelte gestorie siano prese in considerazione *ex ante*, proprio per la determinazione delle strategie di crescita della società. In altre parole, l'analisi dei rischi deve avere un ruolo causalmente determinante per la definizione degli obiettivi di crescita dell'impresa (*CoSo Report*; P. SFAMENI, (nt. 89), 275). Da qui la preferenza per un'interpretazione del richiamo alla «coerenza con le strategie della società» nel senso di richiedere la preventiva integrazione della valutazione dei rischi nella determinazione delle strategie di crescita. Del resto, la lett. g) della Raccomandazione n. 33 del Codice di Autodisciplina, nel prevedere che gli amministratori diano conto dei modelli e delle *best practices* nazionali o internazionali utilizzate, dispone, implicitamente, che siano tali modelli a guidare il processo di formazione e valutazione del SCIGR. Sul tema, v. P. CUOMO, (nt. 109), 79 ss.

dell'efficacia¹²³. Se il requisito dell'efficacia pare di immediata comprensione¹²⁴, a maggiori discussioni ha dato luogo quello dell'adeguatezza¹²⁵.

¹²³ In proposito, è da segnalare però che ai sensi dell'art. 14 del c.d. Codice della crisi (d.lgs. 14/2019) il consiglio di amministrazione è tenuto a valutare «*costantemente* [...] se l'assetto organizzativo dell'impresa è adeguato, se sussiste l'equilibrio economico finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione» (enfasi aggiunta).

¹²⁴ Il requisito appare realizzare, ancora una volta, una normativizzazione di un elemento proprio delle analisi economico-aziendali ed è volto a far sì che le procedure del sistema siano adottate secondo un approccio di sostanziale ossequio, evitando un'adesione ai precetti organizzativi meramente formale (R. PROVASI, (nt. 95), 81; *CoSo Report*). Il consiglio di amministrazione è chiamato, dunque, a svolgere una specifica valutazione anche sul profilo dinamico del SCIGR, non potendo, a questo punto, limitarsi a un giudizio di idoneità astratta limitato al solo profilo statico (tanto delle procedure quanto della struttura organizzativa), ma dovendo valutare altresì la concreta attuazione delle regole e procedure del sistema (in questo senso v. A. ZANARDO, (nt. 10), 257, nt. 22, con riferimento alla valutazione di adeguatezza ex art. 2381, quinto comma, c.c.). Del resto, ai sensi del Principio XVIII, già la definizione iniziale delle regole e procedure del sistema deve avvenire in modo da assicurare l'effettiva ed efficace identificazione e gestione dei principali rischi. La norma, così puntualizzata, fa da *pendant* all'art. 149, lett. c-bis), t.u.f., là dove impone all'organo di controllo di vigilare sulla concreta attuazione delle regole di governo societario, e generalizza i compiti di vigilanza sul rispetto effettivo delle procedure pertinenti al sistema contabile attribuiti al consiglio dall'art. 154-bis, quarto comma, t.u.f. Insomma, si realizza il completamento delle prerogative di controllo del consiglio di amministrazione con un contenuto che si sarebbe comunque potuto ricavare in via interpretativa: cfr., infatti, P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 53.

¹²⁵ Come noto, tale criterio, predicato in relazione agli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, può dirsi ormai di generale applicazione. Introdotto negli ordinamenti settoriali delle s.p.a. bancarie, mobiliari, assicurative e delle società quotate, il parametro è stato dapprima esteso alla disciplina delle s.p.a. (artt. 2381 e 2403 c.c.) e, più di recente, confermato e ribadito per tutte le imprese societarie e collettive (artt. 2086, secondo comma; 2257 c.c.; 2380-bis; 2409-novies c.c.; 2475 c.c.). La notazione è frequente: per tutti, v. M. IRRERA, (nt. 91), 93 ss. e 158 ss. È in tal modo confermata l'opinione di certa parte della dottrina secondo cui la regola dell'adeguatezza è un principio generale del diritto d'impresa [così V. BUONOCORE, (nt. 85), 18]. L'art. 2086, secondo comma, c.c. dispone, inoltre, che gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili devono, per lo meno, essere adeguati al fine «della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale», richiedendo perciò l'adozione di protocolli di monitoraggio tali da rilevare prontamente i primi segnali di allarme. Il profilo, per quanto foriero di importanti ricadute sul piano pratico, non richiede in questa sede un particolare approfondimento, dal momento che il SCIGR, così come definito dal Codice, include certamente (ma non si esaurisce ad esso) un sistema di segnalazione per la costante rilevazione del dato contabile e la sua conoscenza da parte dei soggetti coinvolti nel sistema dei controlli. Sul tema e per i dovuti riferimenti, v., di recente, E. BARCELLONA, *Business judgment e interesse sociale nella "crisi"*, Milano, Giuffrè Francis LeFebvre, 2020, 57 ss.

In effetti, l'accordo tra gli interpreti si ferma al riconoscimento della sua dipendenza dalle caratteristiche concrete dell'impresa, secondo una valutazione caso per caso priva di validità generale, dando così piena rilevanza all'indicazione testuale secondo cui l'adeguatezza è legata, appunto, alla «natura e alle dimensioni dell'impresa». Si tratta di elementi che introducono un opportuno strumento di flessibilità da articolare in funzione delle specifiche caratteristiche dell'attività d'impresa: il tipo di attività, il suo oggetto, la dimensione dell'azienda e del suo patrimonio¹²⁶. La lettera a) della Raccomandazione n. 33 conferma il dato e lo specifica: così, dispone in via espressa (e non implicita come il terzo comma dell'art. 2381 c.c.) che l'adeguatezza del SCIGR deve essere guidata dalle specifiche «caratteristiche dell'impresa»; e aggiunge altresì che la valutazione deve avvenire sulla base del «profilo di rischio assunto». Ciò è perfettamente in linea con la centralità riconosciuta al rischio dell'attività d'impresa nel sistema dei controlli.

A ben vedere, la discussione in dottrina ha riguardato due profili, strettamente connessi tra loro, ossia: i) il rapporto fra il dovere di adeguatezza e gli altri obblighi degli amministratori; ii) la funzione del giudizio di adeguatezza in relazione al perseguimento dell'interesse sociale. Così, secondo una prima impostazione, il dovere di adottare un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato – e di valutarne nel corso del tempo la persistenza – è una manifestazione del dovere generale di diligenza degli amministratori, da adempiere sulla base delle indicazioni elaborate dalle scienze aziendali e dalle *best practices* internazionali, nella prospettiva di assicurare il perseguimento del solo interesse dei soci¹²⁷.

Alla stregua di una seconda ricostruzione il canone dell'adeguatezza costi-

¹²⁶ Difatti, è ricorrente notare come il parametro dell'adeguatezza non sia assoluto, ma implichi una commisurazione alle specificità del caso concreto: cfr., ad esempio, M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, Giappichelli, 2010, 728; I. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, *ivi*, 712; M. DE MARI, (nt. 87), 29, nt. 15; G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in M. IRRERA, (nt. 10), 60 ss.; C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 649; M. LUBRANO DI SCORPANELLO, (nt. 89), 529; RANALLI, *Adeguatezza degli assetti organizzativi. "Indicatori" e prevenzione della crisi tra tecnica e diritto*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI, (nt. 10), 74 ss.

¹²⁷ Per questa impostazione, v. G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, 309; P. ABBADESSA, (nt. 118), 493; G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 145; I. KUTUFÀ, (nt. 126), 712; M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 266; E. BARCELLONA, (nt. 125), 65 ss.

tuisce, invece, una diretta manifestazione dei principi di corretta amministrazione¹²⁸. Si segna, in questo modo, un netto distacco rispetto al sistema precedente la riforma del diritto societario del 2003, quando il dovere di diligenza svolgeva tanto la funzione di parametro di giudizio per la verifica dell'adempimento degli obblighi degli amministratori, quanto quella di canone generale e fonte autonoma di obblighi per i gestori; funzione quest'ultima oggi svolta, più opportunamente, dal canone della correttezza¹²⁹. Al pari dei sostenitori della prima impostazione, per dare contenuto al detto canone, si è ritenuto comunque di dovere invocare per lo più i criteri e le indicazioni proprie delle scienze aziendali oppure gli *standard* internazionali comunemente utilizzati, ancorché nella prospettiva di intendere queste regole quali norme extragiuridiche che riempiono di contenuto precettivo la prestazione degli amministratori¹³⁰. Ciò, viene talora osservato, costituisce una vera e propria limitazione alla libertà d'impresa e, perciò, un limite alla discrezionalità imprenditoriale¹³¹. Ma ancora più frequente – sempre secondo questa impostazione – è spiegare il condizionamento dell'adeguatezza in funzione del perseguimento di una gestione efficiente dell'impresa. In altre parole, si afferma che l'adozione di una organizzazione d'impresa adeguata sia volta ad assicurare un processo produttivo finalizzato alla remunerazione del capitale investito e al perseguimento dello scopo lucrativo dei soci, da realizzare attraverso la riduzione o neutralizzazione dei rischi di gestione¹³². Sennonché, per questa via, le ricostruzioni appena ripercorse sembrano in parte sovrapporsi, atteso che anche per i sostenitori del primo orientamento la funzione dell'a-

¹²⁸ In questo senso, senza completezza, v. M. IRRERA, (nt. 91), 60 ss.; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in RDS, 2011, 359 ss. ID., *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e business judgment rule*, in *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI, (nt. 10), 85; P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, (nt. 11), 832 ss.; ID., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in M. IRRERA, (nt. 10), 6; G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. impr.*, 2010, 751 ss.

¹²⁹ Cfr., diffusamente, M. IRRERA, (nt. 91), 52; ID., *Gli obblighi*, (nt. 128), 361 ss.

¹³⁰ Di questo avviso sono: M. IRRERA, *Gli obblighi*, (nt. 128), 361; ID., (nt. 91), 60 ss.; G. MERUZZI, (nt. 128), 756; P. MONTALENTI, (nt. 124), 47.

¹³¹ V. BUONOCORE, (nt. 85), 29 ss.; G. MERUZZI, (nt. 126), 53; I. POLLASTRO, (nt. 87), 1882 s. (che parla più precisamente di limite interno dell'autonomia privata).

¹³² In particolare, si vedano: M. LIBERTINI, (nt. 87), 6 s.; A. ZANARDO, (nt. 10), 259; G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 163; I. POLLASTRO, (nt. 87), 1882; D. LATELLA, (nt. 13), 79; M. MOZZARELLI, (nt. 126), 736 ss.; G. MERUZZI, (nt. 126), 44.

deguatezza è da predicare in ottica organizzativa (imponendo, cioè, prima di un certo comportamento una determinata organizzazione interna) e da apprezzarsi in termini di efficienza.

Anche sulla scorta delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 14/2019¹³³, è stata proposta una terza lettura del requisito *de quo*¹³⁴. A partire dall'idea secondo cui l'adeguatezza incide sulla libertà d'impresa imbrigliando la discrezionalità imprenditoriale (prima ancora di quella dei gestori dell'impresa)¹³⁵, è stato spiegato come il criterio in esame – pur essendo riconducibile ai principi di corretta amministrazione – sia in realtà volto ad assicurare la protezione non tanto dell'interesse dei soci all'efficiente svolgimento dell'incarico gestorio degli amministratori, quanto piuttosto dell'interesse dei terzi finanziatori o investitori a che l'impresa non assuma rischi ingiustificati e lesivi della sostenibilità finanziaria della medesima attività d'impresa¹³⁶. Ne deriva che, intesa l'adeguatezza quale manifestazione del più generale dovere di correttezza degli amministratori, il suo contenuto debba essere definito attraverso le indicazioni e le regole delle scienze aziendali e degli *standard* internazionali nella misura in cui si tratti di regole volte alla (o per lo meno non contrastanti con la) sostenibilità finanziaria¹³⁷. A sostegno dell'impostazione si può – almeno

¹³³ Per contro, hanno ritenuto che l'introduzione del secondo comma all'art. 2086 c.c. abbia mero valore ricognitivo di obblighi già preesistenti: M.S. SPOLIDORO, (nt. 127), 262; N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi di impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 396.

¹³⁴ Cfr. E. GINEVRA, C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1224 ss.; E. GINEVRA, (nt. 88), 557.

¹³⁵ In effetti, vedono nell'adeguatezza un limite alla libertà d'impresa pure i sostenitori del secondo indirizzo prima ripercorso (cfr. *supra* nt. 131). Ma, ed è pure notato da E. GINEVRA, C. PRESCIANI, (nt. 134), 1224, tale percorso argomentativo conduce a giustificare un limite alla libertà d'impresa in ragione dell'interesse dello *stesso* imprenditore alla massimizzazione del proprio guadagno; soluzione questa tacciabile di un eccesso di paternalismo e forse per certi versi contraddittoria.

¹³⁶ Così ragionando, si evita di dare portata meramente nominalistica alle due alternative prima ripercorse. Difatti – come segnalato da E. GINEVRA, C. PRESCIANI, (nt. 134), 1214 e 1232 – facendo coincidere il contenuto degli assetti con le regole aziendalistiche e la loro finalità con l'efficienza nella gestione, ricondurre l'adeguatezza alla diligenza oppure alla correttezza (o ai principi di corretta gestione) è un'operazione ermeneutica apprezzabile solo sul piano lessicale. Accedendo invece a una spiegazione funzionale del parametro *de quo*, quale criterio volto appunto alla sostenibilità dell'impresa, oltre a una precisazione della funzione stessa del criterio, appare possibile trarre delle conseguenze sul piano contenutistico, potendo, ad esempio, richiedere l'adozione di presidi necessari a garantire la produzione anche in condizioni di mercato straordinarie.

¹³⁷ Dal punto di vista economico-aziendalistico valorizza l'elemento della sostenibilità finanziaria nella ricostruzione del criterio dell'adeguatezza, R. RANALLI, (nt. 126), 55 ss.

pare – invocare la (altrimenti) ingiustificabile ripetizione del parametro dell’adeguatezza nella disciplina di tutti i tipi di società (2257 c.c.; 2475 c.c.) e in più luoghi del medesimo tipo (2380-*bis*; 2381, terzo e quinto comma, c.c. e 2409-*novies* c.c.), oltre che nel contesto generale dell’impresa (2086, secondo comma, c.c.). L’iterazione del richiamo sembra, cioè, suggerire che la sua funzione travalichi quella della massimizzazione del profitto, potendo a questo punto essere funzionale pure ad accordare rilevanza e tutela agli interessi dei terzi coinvolti dall’attività d’impresa.

Il Codice di Autodisciplina appare conforme a quest’ultima ricostruzione e sembra, addirittura, realizzarne un rafforzamento. Difatti, se, ai sensi del Principio XVIII, l’individuazione e la gestione (in senso lato) dei principali rischi (compiute per mezzo delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative del SCIGR) sono finalizzate al perseguimento del *successo sostenibile* della società, appare evidente come la valutazione dell’organo amministrativo circa l’adeguatezza del sistema di controllo debba essere compiuta avendo di mira la medesima finalità, piuttosto che l’efficienza della gestione dell’impresa per la (sola) massimizzazione del profitto dei soci.

Ora, negli ultimi tempi, si è fatto largo uso del lemma “successo sostenibile”, segnatamente per identificare l’obiettivo-guida della gestione dell’impresa azionaria, specie se di grande dimensione e/o quotata in mercati regolamentati¹³⁸. Il Codice si inserisce a pieno titolo in questa tendenza, visto che impiega l’espressione in numerose disposizioni, dandone altresì una definizione nei termini suddetti di «obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società»¹³⁹. Trova così conferma una delle linee di tendenza evidenziate dalla precedente analisi storico-comparata, che *inter alia* ha consentito di mettere in luce la crescente centralità degli interessi degli *stakeholders* nell’assetto di *governance* proprio attraverso il sempre più frequente e diffuso ricorso alla formula della sostenibilità.

¹³⁸ Per un quadro sull’evoluzione legislativa in materia, v. ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 389 ss.; per un’analisi comparata sull’integrazione del fattore sostenibilità nell’autodisciplina dei sistemi europei, v. M. SIRI, S. ZHU, (nt. 9), 175 ss.

¹³⁹ Lo osserva, ad esempio, U. TOMBARI, (nt. 7), 9. Per maggiori riferimenti storico-comparatistici, si vedano *supra* §§ 2 e 3. Rimarca la collocazione dell’autodisciplina italiana nel *mainstream* della sostenibilità, M. STELLA RICHTER jr., Long-Termism, in *Riv. soc.*, 2021, 24, ritenendo, tuttavia, che «il Codice di corporate governance, parlando di successo sostenibile e di sostenibilità della impresa societaria, sembra ancora utilizzare il termine nell’accezione interna di sostenibilità economico-finanziaria [...]» (p. 48).

A tal proposito, la discussione degli interpreti si è molto concentrata sui risvolti in tema di poteri degli amministratori, loro responsabilità e scopo lucrativo della società; temi questi che non possono essere qui affrontati. Ma anche concentrando l'attenzione sul SCIGR, appare in ogni caso possibile esprimere alcune iniziali considerazioni sulla delimitazione del contenuto del lemma "successo sostenibile" [sub a)] e sulla ricostruzione della sua rilevanza giuridica [sub b)].

a) In effetti, il chiarimento della locuzione *de qua* non è compito semplice: non può non convenirsi con chi ha segnalato quanto essa sia vaga, incerta e di difficile delimitazione¹⁴⁰. Al tempo stesso, però, un primo riferimento può essere ritrovato proprio nei fattori *ESG* e nei relativi rischi. La definizione di successo sostenibile offerta dal Codice, del resto, menziona gli interessi degli *stakeholders* senza alcuna limitazione di sorta. Può quindi dirsi che la sostenibilità cui guarda il Principio XIX (e in generale il Codice) comprenda la salvaguardia nel tempo non solo degli interessi dei datori di risorse economiche (investitori, finanziatori, creditori), ma pure degli interessi sociali e ambientali coinvolti dall'attività d'impresa e – almeno così si crede – a prescindere dal risvolto finanziario della loro lesione¹⁴¹. Il SCIGR potrà, dunque, dirsi ade-

¹⁴⁰ La difficoltà definitoria è rimarcata da molti: si vedano, ad esempio, G. STRAMPELLI, (nt. 1), 1102; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.; M. STELLA RICHTER jr., (nt. 139), 23 ss.; P. MARCHETTI, (nt. 43), 272 ss.; M. VENTORUZZO, (nt. 14), 441, il quale evidenzia altresì la sostanziale equivalenza della formula in questione con quella in uso nella precedente versione del Codice di Autodisciplina del 2018; B.L. JACOBS, B. FINNEY, *Defining Sustainability Business – Beyond Greenwashing*, in *37 Va. Envtl. L. J.*, 2019, 89 ss.

¹⁴¹ Coniuga il parametro del successo sostenibile con gli obiettivi c.d. *ESG*, G. STRAMPELLI, (nt. 1), 1102. A dire il vero, anche sulla base di posizioni espresse in *standard* internazionali o linee guida di organizzazioni non governative o in *position papers* degli enti regolatori, è ricorrente supportare la rilevanza degli interessi non finanziari a partire dalle ricadute finanziarie che la loro eventuale lesione avrebbe per l'impresa, sia in termini di rischio indiretto per l'attività (dovuto, ad esempio, a disastri ambientali o umanitari), sia in termini di rischio legale (discendente dall'eventuale successo di iniziative risarcitorie o sanzionatorie degli enti regolatori). In questo senso si è espresso, ad esempio, M. MAUGERI, (nt. 140), 1353 ss. L'approccio, tuttavia, non pare pienamente condivisibile, là dove per suo tramite si intendesse limitare la rilevanza giuridica dei rischi da valutare; da esso, al più, può solo ricavarsi una spiegazione dei motivi che possono condurre alla piena valutazione e gestione dei rischi sociali. Del resto, anche la Commissione Europea (Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima, 2019/C 209/01, par. 2.2) ha adottato il principio della c.d. doppia materialità, dando rilevanza sia ai rischi finanziari conseguenti ai fattori ambientali e sociali, sia ai rischi da impresa dovuti all'impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa; nello stesso senso pure la proposta di

guato solamente nel caso in cui anche i rischi *ESG* siano specificamente identificati, misurati, gestiti e monitorati. In tal senso può invocarsi, sul piano più strettamente normativo, già il d.lgs. n. 254/2016 il quale, a ben vedere e come prima segnalato, predica in ottica organizzativa gli obblighi informativi di natura non finanziaria riferiti ai rischi ambientali e sociali, imponendo perciò – prima ancora di informare il mercato – di dotarsi di un sistema di controllo interno che valuti tali rischi¹⁴².

b) Il passaggio, è evidente, non esaurisce minimamente il complesso compito di assegnare un più preciso significato al “successo sostenibile”: il problema è semplicemente spostato più avanti. Invero, allo stato attuale del dibattito, e dell’evoluzione legislativa (negli ultimi tempi, su questi temi, davvero rapida), il riferimento ai fattori *ESG* non può ancora dirsi decisivo, vista l’incertezza e comunque la loro inevitabile poliedricità¹⁴³. Nondimeno, legare il successo sostenibile ai fattori *ESG* per la valutazione di adeguatezza del SCIGR appare un passo significativo per il chiarimento della sua rilevanza, dal momento che ne dovrebbe coerentemente discendere la stretta attinenza del parametro di sostenibilità *alle modalità* dell’organizzazione d’impresa, piuttosto che allo scopo della società, ad oggi del resto ancora indirizzato dalla norma primaria dell’art. 2247 c.c., alla luce della quale andrebbe perciò letto il richiamo alla sostenibilità di cui all’art. 1 del Codice di Autodisciplina.

Orbene, intesa con queste coordinate di fondo, la clausola generale di ade-

direttiva sul *reporting* finanziario (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – COM/2021/189) attualmente in discussione: «to report both on how sustainability issues affect their performance, position and development (the ‘outside-in’ perspective), and on their impact on people and the environment (the ‘inside-out’ perspective)».

¹⁴² In questo ultimo senso v. U. TOMBARI, (nt. 7), 13; R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, Il Mulino, 2020, 129 s.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1030; per considerazioni simili, con riguardo alla Direttiva 2014/95/UE, v., ad esempio, I. BARSAN, *Corporate Accountability: Non-Financial Disclosure and Liability – A French Perspective*, in *ECFR*, 2017, 410 ss.

¹⁴³ Cfr., diffusamente, M. STELLA RICHTER jr., (nt. 139), 31 ss.; M. MAUGERI, (nt. 140), 1353. Ad ogni modo, appare utile lo sforzo classificatorio tutt’ora in corso in ambito europeo per la definizione di una tassonomia degli investimenti sostenibili (Reg. 2020/852/UE; Reg. 2021/2139/UE). Se, in effetti, tale regolamentazione (e quella in corso di approvazione) risponde alla diversa esigenza di dovere selezionare le attività sostenibili verso le quali convogliare il risparmio gestito, essa è nondimeno rilevante in questo diverso contesto, se non altro perché contiene indicazioni alquanto dettagliate (per lo meno per il fattore “*Environment*”) sulle modalità che, in concreto, devono essere rispettate per soddisfare il criterio della sostenibilità.

guatezza degli assetti, oltre a rilevare con riguardo al tema della responsabilità degli amministratori¹⁴⁴, può divenire il parametro generale – applicativo a sua volta dei principi di correttezza imprenditoriale¹⁴⁵ – col quale dare ingresso nell’organizzazione interna d’impresa agli interessi dei terzi, delineando così una tutela diretta degli interessi sociali diffusi e/o collettivi coinvolti dallo svolgimento dell’attività d’impresa per mezzo di uno strumento organizzativo dotato per sua natura di portata effettiva e preventiva rispetto alla realizzazione di un danno.

In proposito, si pone più in generale il problema di chiarire quale sia la fonte di tale tutela diretta degli interessi sociali (realizzata attraverso l’obbligo di preventiva corretta organizzazione) e quale sia il suo rapporto col diverso dovere degli amministratori di perseguire l’interesse dei soci. Il tema, all’evidenza, fuoriesce dai limiti della presente indagine. In questa sede ci si può limitare solo a segnalare come nel contesto proprio dell’attività d’impresa non si fa alcuna fatica ad attribuire alle regole di organizzazione tanto il compito di garantire la tutela degli interessi dei terzi (siano o meno creditori), quanto quello di perseguire l’interesse lucrativo dei soci. In altri termini, posto che l’attività d’impresa si caratterizza per l’intrinseca pluralità degli interessi attivati nel, e dal suo, svolgimento e per il fatto che alcuni di essi sono in positivo perseguiti e altri solo in negativo salvaguardati, appare senz’altro possibile ammettere limiti (“interni”) all’autonomia d’impresa che impongano la predisposizione di modalità concrete di svolgimento dell’attività societaria volte alla salvaguardia – nel senso della non lesione e non del positivo perseguimento – di interessi diversi (ma pure coinvolti) da quello lucrativo dei singoli soci. In questo modo, gli interessi degli *stakeholders* troverebbero una sicura tutela già

¹⁴⁴ È da segnalare, a tal riguardo, il corposo dibattito circa l’applicabilità o meno della cosiddetta *business judgment rule* (BJR) alle scelte organizzative degli amministratori e, in particolare, all’obbligo di istituire e mantenere assetti adeguati con riguardo all’ipotesi di totale mancanza di un assetto organizzativo, amministrativo, contabile oppure per il caso di assetti esistenti ma inadeguati. Per l’approfondimento della questione, *ex multis*, cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell’impresa nel codice della crisi*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI, (nt. 10), 43 ss.; M. IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi* (nt. 128), 81 ss.; M. LIBERTINI, (nt. 87), 7; P. MONTALENTI, (nt. 89), 15 ss.; V. DI CATALDO, D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell’impresa e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 82 ss.; C. AMATUCCI, (nt. 126), 643 ss.

¹⁴⁵ Il riferimento corre, con evidenza, alla norma di cui all’art. 2497, c.c., sulla cui rilevanza per le considerazioni in corso v. C. ANGELICI, *La società per azioni e gli “altri”*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2010, 60 ss.; e, più di recente, il cenno in ID., *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 220.

sul piano organizzativo, ancorché limitata al profilo negativo del loro non danneggiamento¹⁴⁶; e ciò – si badi – potendo (*rectius*, dovendo) rimanere ferma (e perciò non “tramontata”) la valenza dello scopo lucrativo dei soci, quale ragione ultima dell’azione dei gestori di società per azioni di diritto comune¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Per una più diffusa trattazione del tema sia consentito il rinvio a S. COSTA, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 224 ss. Peraltro, in questo senso pare vada la proposta di Direttiva del Parlamento Europeo sulla “Dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese” (v. *Commentary* dell’*European Company Law Experts Group*, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss., nonché i commenti di Enriques, Libertini, Denozza, Strampelli, Tombari, pubblicati nel medesimo numero; A. HÖSLI, R.H. WEBER, *Climate Change Reporting and Due Diligence: Frontiers of Corporate Climate Responsibility*, in *ECFR*, 2021, 969 ss. ove pure un chiarimento sul significato del termine “due diligence” impiegato dalla proposta) e la proposta di Direttiva della Commissione Europea sulla *corporate sustainability due diligence* del febbraio 2022. A prescindere dalle sorti di tale ultima iniziativa, va comunque ricordato che in dottrina è da tempo segnalata la possibilità di accordare rilevanza “esterna” al condizionamento dell’adeguatezza [ad esempio, G. RIOLFO, *L’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e controllo*, in *Le clauseole generali nel diritto societario*, a cura di G. MERUZZI, G. TANTINI, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubb. econ.*, diretto da F. GALGANO, LXI, Padova, Cedam, 2011, 139 ss.; M. IRRERA, *Gli obblighi*, (nt. 128), 365; nonché E. GINEVRA, C. PRESCIANI, (nt. 134), 1226, i quali, peraltro, giustificano l’esigenza di sostenibilità in ragione della tutela dell’«affidamento del mercato nell’organizzazione d’impresa»]. In argomento, v. pure P. SFAMENI, (nt. 86); G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 85), 152; G. FERRI JR, M. ROSSI, (nt. 88), 579 ss. Del resto, sul piano legislativo, l’approccio è stato già adottato dal legislatore francese con la legge del 27 marzo 2017 n. 399, la quale – si evidenzia – per il caso di violazione del c.d. piano di vigilanza (composto, in sostanza, da procedure interne di gestione del rischio), accanto al rimedio risarcitorio, contempla un rimedio di tipo inibitorio per l’effettiva adozione delle misure organizzative di cui al piano di vigilanza [cfr. I. BARSAN, (nt. 142), 419 ss.].

¹⁴⁷ Cfr. E. GINEVRA, *L’organizzazione societaria. Lezioni e casi di diritto commerciale avanzato. I. Società in generale – società di persone*, Torino, Giappichelli, 2018, 31 s. Il dibattito giuridico, interno e internazionale, sull’incidenza degli interessi degli *stakeholders* sullo scopo sociale ha assunto dimensioni notevolissime e può dirsi senz’altro uno dei temi oggi più discusso; per alcuni iniziali riferimenti bibliografici, v. *supra* nt. 3-9. In questa sede, si può solo segnalare come la prospettiva di cui al testo si distacchi dalle opinioni di dottrina assai autorevole la quale propugna una modifica (o una interpretazione correttiva, *de iure condito*) dello scopo sociale della s.p.a. nel senso di una sua evoluzione verso l’integrazione di scopi ideali: v., ad esempio, U. TOMBARI, (nt. 7), 13.

8. (segue). *I flussi informativi e il coordinamento.*

Il terzo e ultimo potere, che dimostra la centralità del consiglio di amministrazione, si manifesta in relazione ai flussi informativi e al coordinamento degli altri organi coinvolti nel sistema di controllo interno: l'art. 6 del Codice di Autodisciplina, al Principio XX attribuisce all'organo amministrativo il compito di definire i «principi» relativi al coordinamento e ai flussi informativi fra i soggetti coinvolti nel SCIGR. La previsione, oltre a confermare la centralità del coordinamento¹⁴⁸, accorda una specifica rilevanza ai flussi informativi fra i vari organi e uffici, del tutto conforme alla evoluzione dei moderni sistemi di governo societari, soprattutto là dove si segua il modello del c.d. *monitoring board*¹⁴⁹.

¹⁴⁸ Da tempo la dottrina ha segnalato l'opportunità di gravare uno degli organi del sistema di controllo dell'onere del coordinamento e di regolarne le modalità (così, ad esempio, P. MONTALENTI, (nt. 124), 45; N. ABRIANI, (nt. 23), 339 ss.; *ma* per una diversa sottolineatura v. M. LIBERTINI, (nt. 20), 25 s. secondo cui «nell'ambito dei controlli societari soluzioni di coordinamento rigido sembrano difficilmente raggiungibili, in primo luogo perché manca la stessa unitarietà del fine delle diverse istanze di controllo e c'è piuttosto una parziale sovrapposizione di funzioni»). Così, dando seguito a tale esigenza, l'art. 7.P.3 del Codice previgente accollava l'onere di procedere al coordinamento all'emittente. La nuova edizione del Codice conferma l'approccio e, opportunamente, ne chiarifica i termini, attribuendo al *plenum* consiliare il compito di determinare le regole di coordinamento degli uffici e degli organi del SCIGR. Ma non solo. Sono individuate altresì le finalità perseguite dalle regole sui flussi e sul coordinamento: la massimizzazione dell'efficienza del sistema, la riduzione delle duplicazioni di attività e la garanzia di un «efficace svolgimento dei compiti propri dell'organo di controllo». Il primo condizionamento chiarisce che il consiglio deve fare in modo non solo di assicurare un efficiente funzionamento del SCIGR, ma pure di perseguire la sua massimizzazione: gli amministratori saranno chiamati a verificare che i flussi informativi e le regole di coordinamento garantiscano l'esauritiva e tempestiva rilevazione e gestione dei rischi nella misura massima possibile secondo un parametro di ottimizzazione delle risorse aziendali impiegate. La seconda finalità sembra, per la verità, inclusa nella istanza di efficienza del sistema appena detta, dovendosi anzi ritenere che una delle principali azioni richieste dal perseguimento della massimizzazione dell'efficienza del sistema sia proprio la riduzione delle duplicazioni delle attività. Più significativa appare l'ultima funzione, con la quale si è inteso rimarcare come le regole sui flussi e il coordinamento debbano garantire l'effettivo svolgimento dei compiti dell'organo di controllo. L'organo amministrativo dovrà evitare allora che la moltiplicazione delle istanze di controllo e la loro inevitabile sovrapposizione impediscano in concreto la vigilanza dell'organo di controllo, la cui rilevanza nel SCIGR viene così rimarcata.

¹⁴⁹ È chiaro, infatti, che sottratta l'amministrazione attiva al *plenum* consiliare, la ricezione di informazioni diventa essenziale per lo svolgimento della funzione di controllo e indirizzo strategico attribuita al consiglio di amministrazione. Per rilievi simili, v. A. ZANARDO, (nt. 10), 264; G. RIOLFO, *Assetti e modelli organizzativi della società per azioni: i flussi informativi*, in M. IRRERA, (nt. 10), 105.

In effetti, l'informazione endosocietaria è oggi destinataria di una diffusa disciplina tanto per le società quotate, quanto per le società non quotate. Può anzi dirsi che la regolamentazione dei rapporti infra-organici e intra-organici nell'ambito delle società per azioni si sostanzia in gran parte nella definizione di un flusso informativo fra organi o all'interno del medesimo organo¹⁵⁰. E, in tale contesto, le regole di cui agli assetti organizzativi, amministrativi e, soprattutto, contabili rappresentano il presupposto per il corretto funzionamento dei flussi informativi: la predisposizione degli assetti appare, cioè, integrare una condizione preliminare (e necessaria) per la raccolta, la sistemazione (*rectius*, valutazione) e la diffusione delle informazioni pertinenti all'andamento sociale. I flussi informativi finiscono, dunque, per costituire la manifestazione esteriore della procedimentalizzazione realizzata dagli assetti medesimi¹⁵¹. Tali profili, però, non esauriscono la portata dei flussi informativi.

Per vero, sempre sul piano generale degli assetti organizzativi, amministra-

¹⁵⁰ Si pensi, ad esempio, alle norme di cui agli artt. 2381, primo e sesto comma, 2403-bis, 2358, terzo comma, 2441, sesto comma, 2446, primo comma, 2364, n. 5, 2428, c.c. Nell'ambito delle società quotate al tema è riservata grande attenzione da parte del regolatore: lo dimostra, ad esempio, l'art. 154-bis, t.u.f.; e, soprattutto, il Codice di Autodisciplina agli artt. 1, Principio IV, Raccomandazioni n. 1, lett. f), e 3; all'art. 2, Raccomandazione n. 6, 9 e 10; all'art. 3, nel suo complesso, ma specie con riguardo ai Principi IX, X e Raccomandazioni n. 11, 12, 17. Sul tema della informazione endosocietaria, v. ad esempio M. STELLA RICHTER jr., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 331; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Padova, Cedam, 2012; R. SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 379 ss.; G.M. ZAMPERETTI, (nt. 127); e da ultimo M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, Egea, 2021, 49 ss. Il tema, tuttavia, sia pure in diversa foggia, è da lungo tempo presente nel dibattito: cfr., A. DALMARTELLO, G.B. PORTALE, *I poteri di controllo degli amministratori di minoranza (membro del comitato esecutivo con «voto consultivo»?)*, in *Giur. comm.*, 1980, I, 795 ss.

¹⁵¹ Ne deriva, ad esempio, che il rispetto del dovere degli amministratori di agire in modo informato passa anche (*rectius*, in *primis*) dall'adeguatezza organizzativa degli assetti. È forse tale stretta correlazione ad avere indotto certa parte della dottrina (cfr. *supra* nt. 87) a estendere l'ambito degli assetti e, corrispondentemente, del condizionamento dell'adeguatezza al diverso campo dell'organizzazione della titolarità societaria, cui, idealmente (come prima chiarito) dovrebbero intestarsi i rapporti inter-organici e infra-organici e, perciò, i flussi informativi fra gli stessi. Ciò non toglie, come prima osservato, che appare preferibile continuare a separare i due ambiti e confinare la valutazione di adeguatezza all'organizzazione d'impresa. Del resto, proprio l'articolo in commento sembrerebbe offrire un sostegno letterale alla linea interpretativa qui seguita, dal momento che si occupa dei flussi informativi in un Principio diverso da quello in cui il SCIGR è definito. Per il rilievo di cui al testo e per l'approfondimento del tema, v. G. RIOLFO, (nt. 149), 116 ss.; M. STELLA RICHTER jr., (nt. 150), 338.

tivi e contabili, è possibile riconoscere al flusso informativo un'ulteriore rilevanza, per così dire, "interna" agli assetti. Specie nella loro componente dinamica, le regole, le procedure e le strutture organizzative di cui questi si compongono sono volte ad assicurare la produzione, gestione e valutazione di "informazioni", ossia di dati, notizie e previsioni concernenti l'andamento dell'attività d'impresa. L'informazione rappresenta, quindi, il prodotto dei processi in cui si concretizzano gli assetti. Ma non solo. La trasmissione delle informazioni da un ufficio all'altro o da un organo sociale all'altro integra in sé il meccanismo di funzionamento degli assetti stessi ed è alla base della valutazione della loro adeguatezza¹⁵². E sono proprio questi i profili ad essere oggetto di disciplina da parte del Codice nel Principio in esame e con riguardo al SCIGR.

Così, in questo specifico contesto, l'informazione rilevante è quella relativa a dati, notizie e previsioni pertinenti la individuazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei rischi dell'attività d'impresa. Nel presupposto che tali fasi o sono svolte da soggetti diversi o vedono la partecipazione di più organi o uffici, il funzionamento del sistema di controllo interno (e quindi la definizione e applicazione delle sue procedure e regole organizzative) richiede l'adozione di un fitto scambio di informazioni fra tutti i soggetti del SCIGR. Più in particolare:

i) le funzioni aziendali di *risk management* e di presidio del rischio legale e di non conformità (c.d. *compliance*) redigono appositi *reports* contenenti i risultati delle loro analisi in merito all'individuazione, misurazione e monitoraggio dei rischi d'impresa e li comunicano al responsabile della funzione di *internal audit* (arg. ex art. 6.36)¹⁵³;

¹⁵² Lo evidenzia G. RIOLFO, (nt. 149), 111.

¹⁵³ A dire il vero il Codice non precisa il destinatario dei *reports* delle funzioni aziendali in questione. Tenuto conto però della centralità della funzione di *internal audit* e del generale diritto del suo responsabile ad accedere «a tutte le informazioni utili per lo svolgimento dell'incarico» (art. 6.36), appare possibile ritenere che il destinatario delle relazioni delle due funzioni in questione sia proprio – e solo, salvo quanto appena di seguito – l'ufficio di *internal audit*. In senso contrario non sembra vada invocata la tesi che riconosce agli amministratori non esecutivi il diritto di chiedere informazioni alle funzioni aziendali. Pur prescindendo dagli argomenti della opinione contraria – che esclude il diritto dei singoli amministrazioni di formulare richieste agli uffici aziendali (cfr. F. BARACHINI, (nt. 10), 1210 ss. per i dovuti riferimenti a entrambe le tesi) – resta il fatto che – in ogni caso – nel tipo generale delle s.p.a. gli amministratori non esecutivi non pare siano titolari di un *diritto alla ricezione* di informazioni direttamente dagli organi aziendali. Nel campo delle società quotate non sembra, però, da escludere la possibilità che il regolamento adottato dal consiglio di amministrazione in esecuzione del Principio in esame (v. *infra* nel testo) preveda tale possibilità nel definire le forme da seguire

ii) il responsabile della funzione di *internal audit*, avendo accesso a tutte le informazioni pertinenti all'andamento sociale, è chiamato a: a) redigere un piano di *audit* – «basato su un processo strutturato di analisi e prioritizzazione dei principali rischi» – e a trasmetterlo all'organo di amministrazione per la sua approvazione [art. 6.36, lett. a)]; b) predisporre relazioni periodiche (volte a dare conto, segnatamente, delle misure di gestione dei rischi e della loro esecuzione, della valutazione sull'idoneità del SCIGR, nonché delle verifiche compiute sull'affidabilità dei sistemi informativi e di rilevazione contabile) e relazioni su eventi di particolare rilevanza, comunicandole (di regola) ai presidenti dell'organo di controllo, del comitato controllo e rischi e dell'organo di amministrazione, nonché al *chief executive officer* [art. 6.36, lett. b), c), d)]; c) relazionare il comitato di controllo e rischi sulle verifiche compiute dalla funzione di *internal audit* su richiesta del comitato medesimo [arg. ex art. 6.35, lett. g)]¹⁵⁴; d) relazionare il *chief executive officer* sulle verifiche compiute dalla funzione di *internal audit* su richiesta del CEO medesimo [arg. ex art. 6.34, lett. c)]¹⁵⁵;

iii) al comitato controllo e rischi è richiesto di: a) assumere informazioni circa l'utilizzo dei principi contabili dal dirigente proposto alla redazione dei documenti contabili societari, dal revisore legale e dall'organo di controllo [art. 6.35, lett. a)]; b) instaurare un costante scambio di informazioni con il comitato di cui alla Raccomandazione 1, lett. a) [arg. ex art. 6.35, lett. b)]¹⁵⁶; c) esprimere al consiglio di amministrazione il proprio parere su diversi aspetti della individuazione e gestione (in senso lato) dei rischi [art. 6.35, lett. a), b),

per il coordinamento dei vari soggetti di cui è composto il SCIGR, al pari di quanto avviene per il comitato controllo e rischi. Sulla questione, in generale, v. G.M. ZAMPERETTI, (nt. 127), 339 ss.

¹⁵⁴ L'articolo in questione prevede in effetti solamente la facoltà per il comitato controllo e rischi di affidare alla funzione di *internal audit* «lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative». Appare, però, difficilmente revocabile in dubbio che l'ufficio incaricato delle dette verifiche non debba poi trasmettere al comitato controllo e rischi i risultati di tali verifiche.

¹⁵⁵ Allo stesso modo di quanto ritenuto per l'ipotesi precedente, sembra conseguente alla facoltà del CEO di incaricare la funzione di *internal audit* dello svolgimento di verifiche su specifiche aree operative l'onere per il responsabile della detta funzione di relazionare il CEO sui risultati dell'attività svolta.

¹⁵⁶ In effetti, l'articolo richiamato prevede solo che i due organi debbano «coordinarsi». Non pare, tuttavia, che tale coordinamento si possa in concreto realizzare senza il ricorso a un costante scambio di informazioni fra i due soggetti, i cui termini e modalità dovranno essere stabiliti dal consiglio di amministrazione nel regolamento di cui al Principio XX (v. *infra* nel testo).

c), d), e)]¹⁵⁷; d) informare il presidente dell'organo di controllo degli esiti delle specifiche verifiche richieste alla funzione di *internal audit* [art. 6.35, lett. g)]; e) informare periodicamente il consiglio di amministrazione sull'attività svolta [art. 6.35, lett. h)];

iv) il *chief executive officer* deve: a) informare periodicamente il consiglio di amministrazione sui principali rischi identificati [art. 6.34, lett. a)]; b) informare i presidenti dell'organo di amministrazione, del comitato controllo e rischi e dell'organo di controllo circa gli esiti delle specifiche verifiche richieste alla funzione di *internal audit* [art. 6.34, lett. c)]; c) informare il comitato controllo e rischi sulle «problematiche e criticità» riscontrate nello svolgimento della propria attività relativa al SCIGR [art. 6.34, lett. d)]¹⁵⁸; d) esprimere al consiglio di amministrazione il proprio parere sul piano di *audit* predisposto dal responsabile della funzione di *audit* [art. 6.33, lett. c)];

v) l'organo di controllo è tenuto a: a) instaurare un costante scambio di informazioni con il comitato controllo e rischi [artt. 6.37; 6.35, lett. a)]; b) richiedere al responsabile della funzione di *internal audit* il compimento di specifiche verifiche su eventi di particolare rilevanza [arg. ex art. 6.36, lett. c)]; c) esprimere al consiglio di amministrazione il proprio parere sul piano di *audit* predisposto dal responsabile della funzione di *audit* [art. 6.33, lett. c)]; d) esprimere al consiglio di amministrazione il proprio parere sui risultati della revisione legale [art. 6.33, lett. f)];

vi) il consiglio di amministrazione – oltre a ricevere tutte le relazioni informative e i pareri prima segnalati – trasmette all'organo di controllo, per assumerne il parere, il piano di *audit* predisposto dal responsabile della relativa funzione [art. 6.33, lett. c)]. A ciò appare poi da aggiungere l'onere di comu-

¹⁵⁷ Ad esempio, il comitato è tenuto a valutare il corretto utilizzo dei principi contabili, la correttezza dell'informazione periodica finanziaria e non finanziaria [in quest'ultimo caso sia in relazione alle strategie e all'attività svolta dalla società – art. 6.35, lett. b) – sia in quanto tale e per il rispetto degli obblighi di legge e regolamentari – art. 6.35, lett. c)], nonché a fornire il proprio parere sull'identificazione di specifici rischi o sulla gestione di rischi conseguenti a eventi pregiudizievoli e sulle relazioni periodiche (o per eventi di particolare rilevanza) predisposte dalla funzione di *internal audit*. In effetti, non pare si debbano trarre conseguenze interpretative dall'impiego nelle norme richiamate ora del termine «valuta» ora del vocabolo «esamina»: appare perciò possibile, in entrambi i casi, intestare le competenze attribuite al comitato all'ambito della informazione consultiva.

¹⁵⁸ A tal riguardo, mette conto rimarcare come le «problematiche e criticità emerse nello svolgimento della propria attività» vadano riferite al SCIGR, dovendosi perciò escludere quelle ad esso estranee. Il che, se non elimina del tutto la vaghezza del riferimento, consente comunque una certa delimitazione delle fattispecie vista la loro necessaria inerenza agli aspetti dell'attività d'impresa per i quali sussiste uno specifico rischio.

nicare a tutti gli organi e uffici del SCIGR le regole da seguire in materia di coordinamento e flussi informativi.

Ora, come accennato, il Principio XX in esame richiede – dando in tal modo contenuto al ruolo di guida qui rimarcato – che sia il consiglio di amministrazione a definire i «*principi* che riguardano il coordinamento e i flussi informativi» fra i diversi soggetti del SCIGR (enfasi aggiunta). Di primo acchito si sarebbe indotti a ritenere che l'organo di amministrazione sia tenuto unicamente a stabilire indicazioni generali prive di una più precisa portata precettiva. Tanto più che, là dove il Codice di Autodisciplina prevede regole organizzative e di comportamento, esso impiega espressioni a ciò più consonne, quali «regolamento», «politica» o «procedura», tipiche espressioni della scienza aziendale con le quali si individuano appunto regole di organizzazione interna che dettano norme di comportamento. Il riferimento corre ai casi previsti, rispettivamente, dagli artt. 1.3, 1.1, lett. f), 3.11 del Codice di Autodisciplina.

Senonché, la detta conclusione non appare giustificabile e coerente con l'autonoma rilevanza dei flussi informativi nell'ambito del SCIGR prima rimarcata. Invero, lo scambio di informazioni (in tutte le tipologie appena dette) costituisce un momento decisivo per il funzionamento del sistema di controllo e, nonostante la sua diffusa disciplina, presenta degli aspetti lasciati alla discrezionalità dell'emittente che si prestano ad essere oggetto di una direttiva dell'organo amministrativo. Si pensi, ad esempio, alla determinazione della cadenza temporale dei *reports* informativi o dei contenuti o delle forme della documentazione da trasmettere, nonché alla definizione delle modalità di coordinamento fra i vari organi e uffici. Se ne può dedurre, pertanto, che, quand'anche la lettera del Principio in questione non lo richieda apertamente, il consiglio di amministrazione sia tenuto a predisporre un vero e proprio regolamento per la disciplina del coordinamento e dei flussi informativi nell'ambito del sistema di controllo interno, al pari di quanto avviene negli altri casi prima menzionati.

Del resto, non rileva invocare in senso contrario una sovrapposizione dell'oggetto di tale regolamento con quelli di cui agli artt. 3.11; 1.3; 1.1, lett. f) e 3.11 testé richiamati. Lo dimostra, anzitutto, il fatto che tali ipotesi indirizzano più propriamente i flussi informativi pertinenti ai rapporti infra-organici o intra-organici indipendentemente dalla loro attinenza al SCIGR; in secondo luogo, è da notare come, quand'anche possa in effetti presentarsi una certa sovrapposizione – si pensi segnatamente al regolamento *ex art.* 1.1, lett. f) – ciò non riguarderebbe comunque l'intero contenuto del regolamento in

questione, dal momento che nessuna delle ipotesi previste ha ad oggetto i flussi informativi fra tutti gli organi e uffici del SCIGR.

Insomma, al pari di quanto osservato negli ordinamenti stranieri presi in esame, e in aderenza alla evoluzione nel tempo della autodisciplina, al *plenum* consiliare è riservato un ruolo decisivo tanto nella circolazione interna delle informazioni, quanto nella definizione delle regole di coordinamento degli uffici e organi coinvolti nei controlli interni.

9. Conclusioni.

Volendo tirare le fila del complessivo discorso svolto in questa sede, le seguenti succinte conclusioni si impongono. In primo luogo, nell'evoluzione storico-diacronica dell'autoregolamentazione italiana, si è potuto constatare la centralità crescente del rischio aziendale e della funzione di *risk management*, nonché il ruolo sempre più preminente del c.d.a. come *plenum* nel SCIGR. In secondo luogo, sul piano dell'indagine comparatistica svolta¹⁵⁹, si è osservata una tendenza verso la creazione di un comune e convergente *level playing field*, caratterizzato dalla sostenibilità quale asse portante della “nuova” intelaiatura del SCIGR e dalla (confermata) assoluta centralità in esso del rispettivo organo di supervisione strategica quale *plenum*.

È stata poi analizzata la regolamentazione nazionale, avendo specifico riguardo alle indicazioni del Codice di Autodisciplina in vigore. Così, posta la collocazione del SCIGR nell'ambito dell'organizzazione d'impresa, sono state analizzate le fasi in cui l'autodisciplina scompone la gestione del rischio. Attraverso tale indagine, è stato possibile rimarcare la assoluta centralità del rischio, quale vero “protagonista” della regolamentazione e dei processi organizzativi d'impresa, confermando in tal modo il primo dei profili evidenziatisi nell'evoluzione storico-diacronica. Nel prendere atto dell'ormai consolidata tendenza a includere nei processi di valutazione tutti i c.d. rischi “ESG”, è stato possibile, inoltre, mettere in luce le peculiarità del c.d. rischio *da* impresa, tanto nella fase di individuazione quanto in quella di vera e propria gestione.

Il secondo dato storico-comparato a trovare conferma è stato quello del preminente ruolo del *plenum* consiliare nella macro-conformazione dei profili decisivi del SCIGR. Il profilo è sembrato di particolare interesse, potendo da esso trarre il segno di un mutamento del modello presupposto dal regolatore:

¹⁵⁹ Si ricorda, avente ad oggetto le esperienze di autodisciplina del Regno Unito, di Germania e Olanda.

dal c.d. *monitoring board* al c.d. *advising board*. Di particolare rilievo in tal senso, è anzitutto il potere del *plenum* consiliare di definire le linee di indirizzo del SCIGR che, a ben vedere, accorda al *plenum* la possibilità di ingerirsi nella predeterminazione del livello di rischio massimo o minimo ritenuto accettabile; in secondo luogo, il potere di verificare l'adeguatezza e l'efficacia del SCIGR. L'analisi del dibattito intorno al parametro di adeguatezza ha richiesto *inter alia* di affrontare il problema della interpretazione della formula del "successo sostenibile" – parametro che è parso il vero termine di riferimento del giudizio di adeguatezza –, nonché di svolgere alcune considerazioni sulla rilevanza di tale formula, potendo a tal riguardo concludere per la sua stretta attinenza alle modalità dell'organizzazione d'impresa, piuttosto che allo scopo sociale della s.p.a. Tutto ciò, è parso, peraltro, perfettamente conforme alla tendenza degli ordinamenti stranieri presi in esame ad accordare al parametro della sostenibilità il ruolo di nuova "architrave" degli obblighi degli amministratori. Infine, la centralità del *plenum* consiliare ha trovato conferma nel potere ad esso riservato per la definizione dei principi che presiedono al coordinamento e ai flussi informativi tra gli uffici e organi coinvolti nel sistema di controllo interno.

La presentazione di proposte di deliberazione assembleare: riflessioni sul rapporto tra soci e amministratori nello scenario post-pandemico

The presentation of proposals for shareholders' meeting resolutions: considerations on the relationship between shareholders and directors in the post-pandemic scenario

Francesca Prenestini*

ABSTRACT:

L'articolo ha ad oggetto il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare, nella prospettiva della sua influenza sui rapporti tra soci e amministratori nelle società quotate. Lo scritto muove dall'individuazione dei limiti di carattere teorico e applicativo all'esercizio del diritto in questione, esaminando, da un lato, la configurabilità e la portata di un vaglio preventivo sulle proposte avanzate dai soci prima e nel corso dell'adunanza, dall'altro lato, la compatibilità del diritto di presentare proposte di deliberazione assembleare con il diritto di tutti i soci all'esercizio consapevole del voto. Il contributo si sofferma, quindi, sulle limitazioni occorse nel contesto della disciplina emergenziale all'esercizio da parte dei soci del diritto di avanzare proposte di deliberazione assembleare e ne esamina i possibili profili evolutivi, prospettando come la necessaria interazione con l'organo amministrativo si presti ad assumere connotati inediti.

The article deals with the right to present proposals for shareholders' meeting resolutions, in light of its influence on the relationship between shareholders and directors in listed companies. The paper starts from the identification of the theoretical and practical limits to the exercise of the right at issue and examines on the one hand, the configurability and scope of a preventive screening on the proposals presented by the shareholders before and during the meeting, on the other hand, the compatibility of the right to present proposed resolutions in the shareholders' meeting with the right of all shareholders to consciously exercise their vote. Then the article dwells on the limitations that occurred in the context of

* Dottoressa di ricerca in diritto dell'impresa e docente di diritto commerciale, Università Bocconi; e-mail: francesca.prenestini@unibocconi.it.

the emergency regulation on the exercise by the shareholders of the right to present proposed resolutions and examines the possible evolutionary profiles, suggesting how the necessary interaction with the board of directors may assume unprecedented connotations.

SOMMARIO:

1. Il rapporto tra soci e amministratori nei meccanismi assembleari delle società per azioni quotate. – 2. La presentazione di proposte di deliberazione assembleare: profili soggettivi e oggettivi. – 3. La natura del diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare. – 3.1. Configurabilità e limiti di un vaglio preventivo sulle mozioni. – 3.1.1. La valutazione delle proposte di deliberazione presentate *prima* dell'adunanza. – 3.1.2. La valutazione delle proposte di deliberazione presentate *nel corso* dell'adunanza. – 3.2. Compatibilità del diritto di presentare mozioni in assemblea con il diritto di tutti i soci all'esercizio consapevole del voto. – 3.3. L'esercizio del diritto di presentazione di proposte assembleari nel quadro della disciplina emergenziale: questioni problematiche. – 4. La presentazione di proposte di deliberazione assembleare dopo la pandemia: sfide future e possibili evoluzioni. – 4.1. La rilevanza delle modalità di svolgimento dell'assemblea. – 4.2. ... e della struttura proprietaria. – 5. Conclusioni.

1. Il rapporto tra soci e amministratori nei meccanismi assembleari delle società per azioni quotate.

Quello del rapporto fra soci e amministratori è un ambito su cui le misure imposte dalla pandemia hanno per alcuni versi inciso e su cui, terminata la fase emergenziale, sarà opportuno concentrarsi¹.

La questione non si identifica con quella del rapporto tra assemblea e amministratori; tema antico, che concerne, più propriamente, l'astratta ripartizione delle competenze tra organi sociali e su cui larga parte della dottrina si è più volte confrontata².

¹ Sul rapporto tra soci e amministratori, in generale, cfr. R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31 ss.

² Sebbene i margini di intervento dell'assemblea sulle scelte gestionali siano stati significativamente ridimensionati dalla riforma del 2003 – in particolare, prevedendosi espressamente che la gestione dell'impresa spetti in via esclusiva agli amministratori e che l'assemblea possa deliberare solo sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di determinate operazioni – in capo all'assemblea permane l'attribuzione delle tradizionali competenze (pur ampiamente trasferibili all'organo amministrativo). Per una lettura dei rapporti tra assemblea e organo gestorio nel mutato quadro normativo cfr. G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Li-

Ci si riferisce, invece, a quei contatti “diretti” e fisiologici tra soci e amministratori, che prendono forma, pur sempre nel contesto del procedimento assembleare, in occasione dell’esercizio da parte dei soci di taluni diritti che incidono su prerogative spettanti, in via generale e in prima istanza, agli amministratori. Sebbene, dunque, quello del rapporto tra soci e amministratori non coincida con l’argomento più generale della suddivisione dei compiti tra organo amministrativo e organo assembleare, è evidente che possono enuclearsi spazi di ingerenza dei soci nei meccanismi assembleari solo in quanto si verta su materie devolute alla competenza assembleare.

Apparentemente siffatti diritti sono posti a tutela di minoranze (spesso qualificate) di azionisti e volti a controbilanciare, in certa misura, la discrezionalità e i poteri ordinatori degli amministratori nel procedimento assembleare, assumendo che l’agire di costoro sia di norma “influenzato” dai soci di maggioranza. Tuttavia, come meglio si vedrà nel prosieguo, i diritti dei soci hanno potenzialmente una portata molto più ampia e dirompente rispetto alla loro naturale destinazione.

Nelle società quotate, specificamente, sono ravvisabili quattro forme di iniziativa rimesse ai soci, che possono essere graduate in ordine decrescente in termini di incidenza sui poteri di impulso propri degli amministratori: (i) convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci; (ii) integrazione dell’ordine del giorno; (iii) presentazione di proposte di deliberazione prima dell’assemblea e (iv) presentazione di proposte individuali di deliberazione in assemblea. A tali iniziative può affiancarsi il diritto di porre domande prima dell’assemblea, che più di altri esalta la componente dialettica del rapporto tra soci e amministratori.

Questo lavoro si concentra sul diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare e sulla sua influenza sui rapporti tra soci e amministratori.

Negli Stati Uniti il fenomeno della presentazione di *shareholders’ proposals* registra un notevole incremento, anche legato alla crescente attenzione al cambiamento climatico e alla sostenibilità³. Nel nostro ordinamento, inve-

ber amicorum *Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, 2, Torino, Utet Giuridica, 2006 (ristampa 2007), 5 ss.

³ Sul punto cfr. S. BRUNO, *Climate Corporate Governance: Europe vs. USA?*, in *ECFR*, 2019, 687, 705; EAD., *Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974, 1011, nota 93; ASSONIME, *Organizzazione e svolgimento delle assemblee*, Interventi n. 4/2020, 24, reperibile in www.assonime.it. In argomento cfr., altresì, A. GUACCERO, *L’attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell’assemblea(?)*, in *Riv. soc.*, 2016, 409, 419, il quale evidenzia che le proposte avanzate nel contesto americano riguardano le regole di funzionamento dell’organizzazione societaria.

ce, il tema della presentazione di proposte di deliberazione assembleare, in particolare individuali, non è stato finora oggetto di particolare approfondimento, verosimilmente per via della scarsa applicazione pratica legata al fenomeno dell'assenteismo e dell'astensionismo dei soci di minoranza⁴. Alla luce della disciplina emergenziale, che ha definitivamente sdoganato, da un lato, il possibile ricorso all'assemblea virtuale, dall'altro, con la partecipazione esclusiva del rappresentante designato, l'idea che l'assemblea sia ancora la sede in cui la discussione condiziona le decisioni, il dibattito si arricchisce oggi di nuovi spunti.

Nel prosieguo, dopo aver individuato l'effettiva portata e la natura del diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare, si chiarirà se vi siano eventuali limiti di carattere teorico e applicativo all'esercizio del diritto stesso, quali siano le problematiche venute in rilievo nel corso della pandemia e quali le prospettive future. Infine, nel paragrafo conclusivo, si analizzerà come il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare si inserisca nel quadro dei rapporti tra soci e amministratori di società quotate e contribuisca a ridefinirne i contorni.

2. La presentazione di proposte di deliberazione assembleare: profili soggettivi e oggettivi.

Nella prospettiva tradizionale, il diritto di presentare proposte di deliberazione su materie all'ordine del giorno si considera connaturato – tanto per le società aperte quanto per le società chiuse – al diritto di intervento⁵. In effetti,

Sui limiti che la presentazione di *shareholders' proposals* incontra nel diritto statunitense si veda la dettagliata regolamentazione contenuta in 17 CFR § 240.14a-8 – Shareholder proposals, in particolare al punto (i), ove, tra le ragioni che consentono alla società di escludere la proposta, figurano la violazione di legge, la circostanza che la proposta riguardi la gestione corrente della società, il contrasto con altre proposte della società all'ordine del giorno, il fatto che la società abbia sostanzialmente già implementato la proposta.

⁴Da un'indagine svolta da Assonime e relativa alla stagione assembleare del 2011, è emerso che nel 41% dei casi i soci di controllo hanno presentato proposte di delibera su argomenti su cui gli amministratori non avevano formulato specifiche proposte e che solo nel 15% delle società sono state avanzate proposte di delibera anche da soci non di controllo. Nella maggior parte dei casi le proposte sono state presentate in assemblea (cfr. V. ALLOTTI, P. SPATOLA, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, Assonime, Note e Studi n. 14/2012, 27 s., reperibile in www.assonime.it).

⁵Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli orga-*

la possibilità di contribuire al dibattito assembleare non soltanto apportando argomenti a favore dell'una o dell'altra proposta presentate ai soci, bensì anche elaborando autonome proposte – frutto della mediazione tra diverse visioni alternative o anche del tutto nuove e originali – concorre a realizzare una delle funzioni ascritte al metodo collegiale, quella compositoria⁶.

Mentre il codice civile non contempla una specifica previsione normativa al riguardo, l'art. 126-*bis* t.u.f. disciplina l'esercizio del diritto di presentazione di proposte di deliberazione nell'ambito del procedimento assembleare delle società per azioni quotate. La norma rinviene la sua genesi nell'art. 6 della c.d. *Shareholder Rights Directive*⁷, il cui recepimento nell'ordinamento italia-

ni collegiali delle società azionarie, in *Riv. soc.*, 2013, 892, 897; F. INNOCENTI, *Informazione e dibattito nel procedimento assembleare delle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 349, 362, 376. Osserva che il diritto in questione era già codificato o implicitamente ammesso negli ordinamenti europei, anche prima della *Shareholder Rights Directive*, N. ABRIANI, *Il «pungolo gentile» dell'assemblea «mite» tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. dir. imp.*, 2011, 15, 31. Sulla facoltà del socio di formulare proposte alternative cfr., altresì, R. SACCHI, *La partecipazione dei soci ai processi decisionali delle società di capitali*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole, Scritti giuridici per Guido Rossi*, I, Milano, Giuffrè, 2002, 190 s.; E. SABATELLI, *Voto per corrispondenza e modificabilità delle proposte nelle assemblee di società quotate*, in *Riv. soc.*, 2003, 539, 564; A. SERRA, *Il procedimento assembleare*, in *Il nuovo diritto delle società*, (nt. 2), 71; S. NOCELLA, *Diritti dei soci, informazione societaria e ruolo dell'assemblea: le «correzioni» del d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 71, 83.

⁶ Sulle funzioni della collegialità nell'ambito del procedimento assembleare si veda, per tutti, S. ROSSI, *Il voto extrassembleare nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 1997, 84 ss. La funzione compositoria è, di norma, ricondotta alla visione della collegialità quale strumento di composizione di confliggenti interessi (al riguardo, tuttavia, cfr. P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1975, 103; G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1979, 9 s., nota 19), ma può esplicarsi anche in assenza di contrasto tra maggioranza e minoranza laddove si tratti di raggiungere un punto di equilibrio tra diverse vedute (cfr. S. ROSSI, (nt. 6), 142 ss., che richiama tale funzione proprio con riferimento alla possibilità di ridefinizione in assemblea del contenuto delle proposte messe ai voti). Sul tramonto delle funzioni compositoria e ponderatoria, cfr. E. PEDERZINI, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 98, 102 s.

⁷ Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (modificata dalle successive direttive 2014/59/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 e, da ultimo, dal regolamento (UE) 2021/23 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 dicembre 2020). Ma, sul diritto di avanzare proposte di deliberazione assembleare, si vedano già i significativi passaggi contenuti in *Report of the High Level group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company law in Europe*, Bruxelles, 4 novembre 2002, ove si legge «[t]he legal

no è avvenuto in due tappe. Inizialmente, infatti, è stata data attuazione alla sola previsione del diritto degli azionisti di iscrivere punti all'ordine del giorno dell'assemblea⁸. Solo nel 2012, l'art. 126-*bis* t.u.f. è stato integrato con l'espresso riconoscimento (e con la disciplina) della presentazione di proposte di deliberazione assembleare⁹.

Il vigente art. 126-*bis* t.u.f., più specificamente, precisa come l'esercizio di siffatto diritto possa avvenire in due momenti: *prima* dell'adunanza o *nel corso* della stessa. Al diverso momento di esercizio del diritto corrispondono differenti presupposti e requisiti soggettivi.

Il diritto di presentare nuove proposte di delibera in una fase antecedente all'adunanza, con riferimento a materie già previste all'ordine del giorno, spetta ai soci che, anche congiuntamente, rappresentino il quarantesimo del capitale sociale. Il termine per l'esercizio del diritto è fissato in dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, ridotto a cinque in talune specifiche ipotesi¹⁰. Quanto alle modalità di presentazione della proposta, si prevede che la domanda, avanzata per iscritto e corredata dall'attestazione della titolarità della partecipazione, possa essere trasmessa anche per corrispondenza o in via elettronica (primo comma).

Le proposte di deliberazione assembleare sono oggetto di obblighi pubblicitari volti a renderle note prima dell'adunanza, secondo modalità ed entro termini puntualmente definiti dalla legge (secondo comma). Infine, si richiede che i soci predispongano una relazione che illustri la motivazione concernente le ulteriori proposte di deliberazione presentate su materie già all'ordine del giorno, che sarà divulgata dall'organo amministrativo unitamente alle proprie eventuali valutazioni (quarto comma).

Con il recepimento della *Shareholder Rights Directive*, dunque, la presen-

requirements or restrictions with respect to the right to ask questions and *submit proposals for decision-making* often prevent small shareholders from being active» (corsivo mio) (ivi, 51) e *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights, Second consultation document of the Services of the Internal Market Directorate General*, 13 maggio 2005, ove si afferma che «[w]ith the right to ask questions, the rights to add items to the agenda and *table resolutions* are among the principal means available to shareholders to contribute to shaping General Meetings and, as such, intervene in the governance of companies» (corsivo mio) (ivi, 13).

⁸ Si veda la formulazione dell'art. 126-*bis* t.u.f. come novellato dall'art. 3, sesto comma, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della *Shareholder Rights Directive*.

⁹ Cfr. la riformulazione dell'art. 126-*bis* t.u.f. ad opera dell'art. 3, sesto comma, d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 (c.d. decreto correttivo). In argomento cfr. S. NOCELLA, (nt. 5), 82 ss.

¹⁰ Nello specifico, in ipotesi di assemblee convocate per la riduzione del capitale sociale per perdite, per la nomina dei liquidatori, per l'autorizzazione all'adozione di misure di contrasto all'opa.

tazione di mozioni da parte dei soci sconfinava dalla sede, ad essa propria, dello svolgimento della riunione, per collocarsi (anche) in un momento che precede l'adunanza¹¹. Ciò corrisponde a un preciso intento del legislatore europeo, che emerge chiaramente dal sesto considerando della direttiva: quello di assicurare agli azionisti la disponibilità di un preventivo e completo *set* informativo, in modo che possano «votare con cognizione di causa»¹².

Al contempo, il legislatore italiano non lascia adito a dubbi circa la persistente vigenza del diritto, tradizionalmente riconosciuto, di presentare proposte di deliberazione *in assemblea*, che è anzi espressamente richiamato con un inciso sintetico e, perciò, di amplissima portata¹³.

In primo luogo, rispetto all'ipotesi di presentazione di proposte di deliberazione prima dell'adunanza, la disposizione in esame estende la platea dei titolari del diritto in una duplice direzione. Da una parte, quanto alla legittimazione dei soci, non sono previste percentuali minime di possesso azionario per l'esercizio del diritto, essendo anzi esplicitamente configurato come individuale. Dall'altra parte, la titolarità del diritto di presentare mozioni è in questo caso attribuita a «colui al quale spetta il diritto di voto»¹⁴, che, a rigore, socio potrebbe pure non essere¹⁵. In effetti, sebbene tale esplicitazione sia stata inte-

¹¹ Si noti che il codice di autodisciplina, nelle versioni che si sono susseguite dal 2011 al 2018, suggeriva che gli azionisti di controllo o in grado di esercitare un'influenza notevole comunicassero anticipatamente al pubblico eventuali proposte che intendessero sottoporre all'assemblea in merito ad argomenti sui quali gli amministratori non avessero formulato una specifica proposta (cfr. il penultimo paragrafo del Commento all'art. 9).

¹² Si veda il considerando (6), *Shareholder Rights Directive*.

¹³ Si veda l'art. 126-*bis*, primo comma, penultimo inciso, t.u.f., ove si prevede che «[c]olui al quale spetta il diritto di voto può presentare individualmente proposte di deliberazione in assemblea».

¹⁴ Alla lettera più ampia del disposto della *Shareholder Rights Directive*, che parla di diritto degli «azionisti».

¹⁵ Ma, sull'effettiva portata della titolarità del diritto (di integrazione dell'ordine del giorno) di cui all'art. 126-*bis*, primo comma, t.u.f., letteralmente limitato ai «soci», cfr. L. MARCHEGIANI, *Il potere di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea dalla tutela del risparmio all'attuazione della Direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate*, 2012, 13, reperibile in www.judicium.it, la quale in questo caso ravvisa una legittimazione più ampia rispetto al diritto di presentare proposte in sede assembleare, perché attribuita ai soci indipendentemente dalla titolarità del diritto di intervento e di voto. La stessa a. considera il diritto di integrazione dell'ordine del giorno spettante ai soci anche nelle ipotesi di sospensione occasionale del voto e soggetto all'applicazione dell'art. 2352, sesto comma, c.c. (*ivi*, nota 41). Si veda altresì A. TUCCI, *sub art. 126 bis*, in *Le società per azioni, Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, a cura di M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, U. TOMBARI, II, Milano, Giuffrè, 2016, 3907.

sa come volta a includere nel novero dei soggetti legittimati il precedente azionista che abbia alienato le proprie azioni e ciononostante, in applicazione della disciplina della *record date*, sia rimasto titolare del diritto di voto¹⁶, l'espressione è senz'altro idonea a ricomprendere anche il custode giudiziario, il creditore pignoratizio, l'usufruttuario, il riportato, il rappresentante comune dei comproprietari, il rappresentante munito di delega¹⁷.

In secondo luogo, la presentazione di proposte di deliberazione in assemblea, di fatto, si sottrae alla necessaria osservanza dei requisiti procedurali e dei termini previsti in occasione dell'esercizio dello stesso diritto in fase preassembleare. In particolare, il proponente parrebbe dispensato dall'onere di presentare la relazione recante la motivazione della proposta¹⁸. Verrebbe meno, così, l'occasione dialettica con gli amministratori, altrimenti assicurata dalla divulgazione delle eventuali valutazioni di questi ultimi sulle proposte presentate dai soci. Vero è che l'organo amministrativo potrebbe prendere posizione sulla proposta di deliberazione nella stessa sede assembleare, contestualmente alla presentazione. Tuttavia, anche a prescindere dall'insistenza di un onere di partecipazione all'assemblea in capo ai componenti dell'organo amministrativo, si tratterebbe di una valutazione estemporanea di cui, in ogni caso, gli azionisti assenti non potrebbero avere immediata conoscenza.

Sin qui il dato normativo. Nella prassi, del diritto di presentazione di mo-

¹⁶ Cfr. E. PEDERZINI, *sub art. 126 bis*, in V. CALANDRA BUONAURA, *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2020, 985; L. MARCHEGIANI, (nt. 15), 13.

¹⁷ Sul punto cfr. F. INNOCENTI, (nt. 5), 354, nota 23 e, con riferimento all'art. 2370 c.c., L. CALVOSA, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della Direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, in *RDS*, 2011, 348.

¹⁸ Quanto meno nelle forme previste dall'art. 126-bis, quarto comma, t.u.f., che, come si è detto, fissa un termine per la presentazione e la successiva messa a disposizione del pubblico della relazione, accompagnata dalle valutazioni dell'organo amministrativo. Nel senso del testo si veda F. INNOCENTI, (nt. 5), 378, nota 113.

Sostiene che la relazione che riporti la motivazione della proposta *ex art. 126-bis*, quarto comma, t.u.f., debba essere formulata anche nel caso di presentazione di mozioni in assemblea R. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 2013, 101, 112 e, analogamente, V. PETTIROSSI, *Cognizione di causa dell'azionista nell'esercizio del voto a distanza e riflessi sul governo societario*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 409, 424, nota 43 e 425, nota 45; EAD., *"Assembleare" ed "extrassembleare" nella deliberazione di società per azioni*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, 107, nota 45 e 115, nota 60. La soluzione proposta assolve a evidenti esigenze informative e di parità di trattamento, sebbene debba rilevarsi che tale "procedimentalizzazione" rischia di snaturare il carattere di immediatezza tipico delle proposte avanzate in adunanza, che potrebbero scaturire proprio dal dibattito assembleare.

zioni sono soliti avvalersi i soci, spesso di maggioranza, ai fini dell'assunzione di talune deliberazioni per le quali non sono formulate proposte da parte dell'organo amministrativo. Si tratta, in particolare, di decisioni devolute all'assemblea dalla legge o dallo statuto, quali la definizione del numero e della durata in carica degli amministratori; la determinazione dei compensi fissi dei componenti degli organi sociali; la nomina del presidente del consiglio di amministrazione, del presidente del collegio sindacale o del presidente del comitato per il controllo sulla gestione¹⁹.

Nonostante le apprezzabili finalità di coinvolgimento della base sociale nella *governance* societaria e l'apparente chiarezza delle previsioni normative, il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare, come si vedrà, presenta taluni risvolti problematici, in parte acuiti dalle modalità di svolgimento delle assemblee imposte dalla crisi pandemica.

3. La natura del diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare.

Il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare, che pure valorizza la posizione del socio in quanto tale nella sua dimensione partecipativa all'organizzazione comune, deve conciliarsi con la coesistenza di esigenze collettive altrettanto meritevoli di tutela.

In primo luogo, siffatto diritto deve confrontarsi con la necessità, che risponde anche alla finalità di escluderne un esercizio strumentale e abusivo, di effettuare un vaglio preventivo sulla proposta avanzata, potendosi al più discutere se si tratti di un sindacato di legittimità, di ragionevolezza o di merito.

In secondo luogo, il diritto di presentare mozioni in sede assembleare si scontra con il diritto degli altri soci di votare consapevolmente (e, ancor prima, di votare) sulla proposta; diritto, quest'ultimo, su cui il primo è il più delle volte destinato a prevalere.

In terzo luogo, l'urgenza di garantire il distanziamento sociale, che ha caratterizzato la fase pandemica, ha giustificato una significativa compressione del diritto di intervento in assemblea e, con esso, del diritto di presentare mozioni in quella sede: nello specifico, la partecipazione in via esclusiva del rap-

¹⁹ Cfr. Comunicazione Consob n. 3/2020 del 10 aprile 2020, 2, testo e nota 6; ASSONIME, (nt. 3), 20. Sul punto si veda, altresì, C. MARCHETTI, M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 428, 454 s.

presentante designato dalla società ha costituito un limite di fatto all'esercizio del diritto in parola, che si è dovuto adattare alle mutate circostanze.

Se si accoglie tale impostazione, deve conseguentemente trarsi che il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare non può elevarsi al rango di diritto assoluto e incondizionato, ma fronteggia una serie di limiti ontologici e applicativi, che saranno nel prosieguo esaminati.

3.1. Configurabilità e limiti di un vaglio preventivo sulle mozioni.

3.1.1. La valutazione delle proposte di deliberazione presentate prima dell'assemblea.

Al fine di individuare i limiti che il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare incontra, è opportuno prendere le mosse dai rimedi previsti ove l'esercizio di tale diritto sia, in concreto, circoscritto o impedito.

L'art. 126-*bis*, quinto comma, t.u.f. dispone l'intervento del tribunale nel caso in cui l'organo amministrativo ovvero, in caso di inerzia, l'organo di controllo non dovessero provvedere a integrare l'ordine del giorno con le nuove materie o proposte presentate dai soci. Dopo aver sentito i componenti degli organi interessati e riscontrato la sussistenza di un ingiustificato rifiuto di provvedere, il tribunale ordina con decreto l'integrazione.

Detta disposizione rievoca uno strumento – l'intervento giudiziale – già noto all'ordinamento e parimenti volto a porre rimedio all'inottemperanza dell'organo amministrativo (e di controllo) a una legittima richiesta degli azionisti: la convocazione dell'assemblea su richiesta di una percentuale qualificata di soci²⁰. L'analogia del correttivo e la sovrapponibilità dei presupposti di attivazione del rimedio giustificano l'approfondimento di soluzioni interpretative e giurisprudenziali elaborate in relazione alla fattispecie di omessa convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci per adattare al diverso caso del mancato recepimento delle proposte di deliberazione assembleare presentate dai soci²¹.

Dell'esistenza e della portata di un vaglio degli amministratori sulla richiesta di convocazione della minoranza si è sempre discusso, anche in relazione

²⁰ L'art. 2367, secondo comma, c.c. prevede infatti che, qualora gli organi deputati non provvedano alla convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci e il rifiuto risulti ingiustificato, il tribunale ordina con decreto la convocazione e designa la persona incaricata di presiederla.

²¹ Sul punto si veda pure S. NOCELLA, (nt. 5), 85, testo e nota 46.

alle previgenti formulazioni della norma²². A un orientamento che contestava che l'obbligo di convocazione dell'assemblea fosse incondizionato, essendo l'indicazione degli argomenti da trattare materia «di doverosa valutazione» per gli amministratori²³, si contrapponeva un orientamento più restrittivo, in base al quale l'esame avrebbe dovuto essere rigorosamente limitato alla verifica della sussistenza dei presupposti oggettivi previsti dalla legge²⁴. Vi era, nondimeno, una tendenziale convergenza tra le diverse posizioni quanto all'individuazione degli argomenti rispetto ai quali una valutazione negativa

²² L'istituto è stato disciplinato dall'art. 144 del codice di commercio del 1865, dall'art. 159 del codice di commercio del 1882, dall'art. 2367 del codice civile del 1942, dall'art. 125 t.u.f. (nella versione in vigore fino al 28 febbraio 2004). In particolare, l'art. 144 del codice di commercio del 1865 prevedeva che la richiesta di convocazione potesse essere avanzata con domanda motivata dagli azionisti che rappresentassero il terzo del capitale sociale «quando ciò reputano urgente per gli interessi sociali» e che, in caso di rifiuto, fosse possibile adire il tribunale di commercio per ottenere un decreto che ordinasse la convocazione. L'art. 159 del codice di commercio del 1882, invece, configurava la convocazione su richiesta di una minoranza qualificata di soci come un obbligo per gli amministratori. Sebbene la norma non contemplasse espressamente l'eventualità del rifiuto, la dottrina giungeva comunque a prospettare, a tutela dei soci, l'intervento dei sindaci e, in caso di inerzia, il reclamo al Tribunale *ex art.* 153 per grave irregolarità nell'adempimento dei rispettivi doveri (così A. VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, Luigi Battei, 1902, n. 43, 114 s., il quale dà conto delle proposte di legge sul punto (*ivi*, nota 114); A. MARGHERI, Artt. 154-163, *Delle società e delle associazioni commerciali, Commento riveduto con la collaborazione dell'Avv. M. BATTISTA*, in *Il Codice di Commercio commentato*⁴, coordinato dai Professori L. BOLAFFIO, C. VIVANTE, Torino, Unione tipografico-editrice torinese, 1921, n. 534, 439 s., il quale richiama la concorde opinione di M. Vitalevi).

²³ Cfr. A. DALMARTELLO, *Limiti obbiettivi del diritto della minoranza alla convocazione dell'assemblea*, in *Riv. not.*, 1956, I, 167, 169 s.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Pompei, Morano Editore, 1960, 235. Con riferimento all'applicazione della sanzione penale di cui all'art. 2630 c.c. parla di un «rifiuto immotivato o illegittimamente motivato» A. CRESPI, *Omessa convocazione dell'assemblea e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1962, 969, 983.

²⁴ Presupposti che – ai sensi dell'art. 2367 del codice civile del 1942, su cui si è sviluppato il dibattito in esame – risiedono nella percentuale qualificata dei soci richiedenti e nell'indicazione delle materie da trattare. Di fronte all'obbligo di convocazione si configura «un vero e proprio diritto della minoranza» secondo G. VIGLIETTA, *Natura giuridica, reclamabilità e revocabilità del decreto di convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza*, nota a Trib. Catanzaro, 18 novembre 1965, in *Riv. dir. comm.*, 1967, II, 49, 53 ss. Sull'inammissibilità di un sindacato sull'ordine del giorno si veda E. SIMONETTO, *Reclamabilità del decreto di convocazione dell'assemblea di società del presidente del tribunale ex art. 2367*, nota a App. Roma, 17 maggio 1975, in *Dir. fall.*, 1976, II, 101, 103 (critico G. SANTINI, *Sulla reclamabilità del decreto di convocazione di assemblea ex art. 2367 codice civile*, nota a App. Roma, 17 maggio 1975, in *Giur. it.*, 1976, I, 2, c. 483).

avrebbe potuto reputarsi giustificata, sostanzialmente identificati in quelli illeciti e impossibili²⁵.

All'entrata in vigore dell'art. 125 t.u.f. (successivamente abrogato), contenente il testuale richiamo a una valutazione che tenesse conto dell'«interesse della società», l'esegesi si confronta con un nuovo parametro, prevalentemente interpretato in direzione di un'estensione del sindacato degli amministratori sulla possibilità che la stessa convocazione arrechi un pregiudizio alla società²⁶.

Che un sindacato sulla richiesta debba essere effettuato è stato definitivamente chiarito dalla formulazione dell'art. 2367 c.c. adottata a esito della riforma del 2003, che introduce, quale presupposto per l'intervento del tribunale, il riferimento a un ingiustificato rifiuto di provvedere (oggi presente anche nel testo dell'art. 126-*bis*, quinto comma, t.u.f.). Come precisato dalla Relazione illustrativa²⁷, la previsione recepisce le indicazioni emerse dalla giurisprudenza che si è confrontata negli anni con la concreta applicazione della norma²⁸. La portata del sindacato include, dunque, la possibilità di rigettare la

²⁵ In tal senso, cfr. A. DALMARTELLO, (nt. 23), 169, che esclude l'obbligo di convocazione in presenza di argomenti «di per sé impossibili o illeciti»; E. SIMONETTO, (nt. 24), 104, secondo cui il giudice del reclamo non potrebbe entrare nel merito delle materie proposte, salvo si tratti di argomenti «contro l'ordine pubblico, il buon costume» ovvero «*prima facie*, di carattere folle». In argomento cfr. pure G. VIGLIETTA, (nt. 24), 53.

²⁶ Cfr. M. SANDULLI, *sub art. 125*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA, F. CAPRIGLIONE, II, Padova, Cedam, 1998, 1555; E. PEDERZINI, *sub art. 125*, in *Testo Unico della Finanza, Commentario*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, **, Emittenti, Torino, Utet, 2002, 1023; R. CALDERAZZI, *La convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, 581, 588 s. Diversamente G. CARCANO, *sub art. 125*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario*, a cura di P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, I, artt. 91-135, Milano, Giuffrè, 1999, 936 s., secondo cui gli amministratori possono rifiutare di procedere alla convocazione ove gli argomenti siano illeciti o impossibili o la domanda sia di ostacolo alla corretta gestione della società, non potendo entrare nel merito delle proposte avanzate.

²⁷ Cfr. Relazione illustrativa allo Schema di decreto legislativo recante: «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366.», § 5, Dell'assemblea.

²⁸ In giurisprudenza, tra i provvedimenti più significativi, si vedano Trib. Milano, 7 maggio 1987, in *Giur. comm.*, 1987, II, 812 ss., con nota di E. RIMINI, che per prima ha affermato che «gli amministratori hanno il diritto-dovere di non accedere a richieste che appaiono illegittime, immotivate, inutilmente ripetitive e come tali rivelatrici di un mero spirito di *chicane*» (*ivi*, 815 s.); Trib. Aosta, 12 aprile 1994, in *Società*, 1995, 70 ss., con commento di S. STRANEO, che ravvisa l'abuso nella finalità di «perseguire intenti dilatori o di mero disturbo, e di conseguenza

richiesta di convocazione non solo nei casi di illiceità degli argomenti proposti, ma anche in presenza di abuso del diritto²⁹, sebbene non manchino alcune posizioni tese ad ampliare ulteriormente il raggio d'azione dell'organo amministrativo, fino a ricomprendervi valutazioni di merito³⁰.

Similmente a quanto accade in presenza di una richiesta di convocazione assembleare, può sostenersi che anche in occasione della presentazione di proposte di deliberazione sussistano margini per un controllo preventivo da parte dell'organo amministrativo³¹. L'ampiezza di tale vaglio può essere di-

una funzione disgregatrice all'interno della compagine sociale». In termini più ampi, si veda Trib. Milano, 21 novembre 1994, in *Giur. comm.*, 1995, II, 586 ss., con nota di A. PEROTTO, secondo cui il rifiuto di convocazione è doveroso in caso di richieste «illegittime, immotivate o inutilmente ripetitive e pretestuose, e che possano con probabilità dare vita a situazioni e deliberazioni capaci di recare danno alla società» (*ivi*, 588).

²⁹ Sul punto, nella dottrina successiva alla riforma del 2003, si vedano, con diversità di sfumature, A. COPPOLA, *sub art.* 2367, in *La riforma delle società, Società per azioni, Società in accomandita per azioni*, I, *Artt. 2325-2422 cod. civ.*, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 2003, 286; P. FIORIO, *sub art.* 2367, in *Il nuovo diritto societario, Commento al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (art. 1)*, diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, *, artt. 2325-2409 c.c., Bologna, Zanichelli, 2004, 513 s., che richiama la clausola generale di buona fede; C. MONTAGNANI, *sub art.* 2367, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 480 ss.; P. MARCHETTI, *sub art.* 2367, in *Assemblea*, a cura di A. PICCIAU, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, Egea-Giuffrè, 2008, 75 ss.; F. PASQUARIELLO, *sub art.* 2367, in A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*⁴, coordinamento G. GUERRIERI, Milanofiori Assago, Wolters Kluwer-Cedam, 2017, 560; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*¹⁰, a cura di M. CAMPOBASSO, Milano, Utet giuridica, 2020, 309, nota 7, che pare escludere la rilevanza di finalità di mero disturbo. Sull'abuso del diritto, già V. CARIELLO, *Alcune questioni in tema di convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza*, in *Riv. soc.*, 1992, 608, 632 s.

³⁰ In tal senso cfr. S. DI AMATO, *sub art.* 2367, in AA.VV., *Azioni, Società collegate e controllate, Assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, in *La Riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CASCIO, 4, Milano, Giuffrè, 2003, 305; F. MAGLIULO, *sub art.* 2367, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, 1, *Commento agli articoli 2325-2379-ter del Codice Civile*, Padova, Piccin, 2011, 590; G. BALLERINI, *La convocazione di assemblea di s.p.a. su richiesta dei soci*, nota a Trib. Brescia, 23 ottobre 2015, App. Brescia, 29 febbraio 2016, Trib. Milano, 2 aprile 2016, in *Giur. comm.*, 2017, II, 1043, 1058 s. (decisioni diversamente orientate sul punto). *Contra* G. GRIPPO, C. BOLOGNESI, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*², diretto da P. RESCIGNO, 16, 3**, Torino, Utet, 2011, 56 testo e nota 179; A. SERRA, (nt. 5), 46 (e già A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 3, *, Torino, Utet, 1994, 75 s.).

³¹ Sulla portata del vaglio degli amministratori sul diritto di integrazione dell'ordine del giorno ai sensi dell'art. 126-bis t.u.f. si registra una certa varietà di posizioni in dottrina. Vi è

scussa, ma certamente pone problemi minori rispetto a quelli sollevati da un'istanza di convocazione assembleare, posto che la presentazione di proposte di deliberazione – se non accompagnata dalla contestuale richiesta di integrazione dell'ordine del giorno – si iscrive pur sempre nel quadro dei punti già individuati dagli amministratori all'atto della convocazione. Ciò nonostante, in termini assoluti, lo spettro delle materie su cui è possibile formulare proposte di deliberazione assembleare è potenzialmente più vasto rispetto a quello delle istanze di convocazione e integrazione dell'ordine del giorno, dal momento che, apparentemente, non incontra il limite degli argomenti su cui l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta³².

sostanziale convergenza nel ritenere giustificato il rifiuto degli amministratori ove fondato sull'illegittimità dell'istanza per mancanza dei requisiti imposti dalla legge (per una compiuta elencazione cfr. L. MARCHEGANI, (nt. 15), 19; P. MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, 685, 688). A tali ipotesi taluni aa. assodiano quelle di istanze pretestuose, di mero disturbo (cfr. F. MARTINO, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate (Commento ai d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 e 18 luglio 2012, n. 91)*, a cura di N. CIOCCA, G. MARASÀ, Torino, Giappichelli, 2015, 107) o suscettibili di recare danno alla società (cfr. F. PASQUARIELLO, *sub art. 126 bis*, in *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti (d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27)*, *Commentario* a cura di G. GUERRIERI, *IV - Modifiche alla parte IV del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (art. 3 d. lgs. n. 27/10)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, 679, 689; L. MARCHEGANI, (nt. 15), 19; diversamente S. NOCELLA, (nt. 5), 85 s., la quale – anche con riferimento alle proposte di deliberazione – esclude che il rifiuto opposto dagli amministratori possa ritenersi giustificato ove miri a impedire l'assunzione di delibere illegittime e pregiudizievoli per la società, posto che non compete loro la facoltà di limitare il dibattito assembleare, ma quella di non eseguire delibere dannose per la società). Alcuni aa. escludono espressamente che il sindacato possa estendersi al merito della richiesta (S. BRUNO, *I poteri di iniziativa assembleare degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 736, 756; F. PASQUARIELLO, (nt. 31), 689; A. TUCCI, (nt. 15), 3909; V. PETTIROSSI, *“Assembleare” ed “extrassembleare”*, (nt. 18), 109; U. MORERA, S. CAPIELLO, *L'assemblea delle società quotate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, **, Mercati ed emittenti, Bologna, Zanichelli, 2020, 1770). In giurisprudenza, si veda Trib. Milano, 23 aprile 2018, in *Giur. comm.*, 2019, II, 640 ss., con nota di F. BUCCELLATO, la quale ha affermato che «[l]a non comprimibilità del diritto del socio *ex art. 126 bis* TUF va quindi riferita alla non sindacabilità nel merito della richiesta di integrazione ma non può coincidere con la sottrazione di tale richiesta ad ogni vaglio di liceità» (*ivi*, 651 s.), facendo altresì richiamo al limite esterno del divieto di abuso del diritto (*ivi*, 651, nota 8).

³² Limite previsto, rispettivamente, dal terzo comma dell'art. 2367 c.c. e dal terzo comma dell'art. 126-bis t.u.f. Ciò implica che le proposte di deliberazione assembleare potrebbero riguardare non soltanto materie quali la nomina o la revoca degli organi sociali o del revisore, bensì anche l'approvazione del bilancio, operazioni straordinarie, modifiche statutarie, eventuali autorizzazioni al compimento di atti degli amministratori (in senso contrario cfr. V. AL-

All'organo amministrativo, nel contesto dei poteri di impulso che gli sono attribuiti nel procedimento assembleare, dovrebbe anzitutto riconoscersi la facoltà di accorpare più proposte di deliberazione assimilabili che fossero contemporaneamente pervenute³³.

Allineandosi ai più consolidati orientamenti in materia di omessa convocazione assembleare su richiesta dei soci, inoltre, può ritenersi che la valutazione degli amministratori debba quanto meno appuntarsi sulla liceità della proposta di deliberazione avanzata. Non potrebbero, pertanto, essere accolte proposte contrarie all'ordine pubblico o aventi oggetto illecito o impossibile. L'organo amministrativo potrebbe inoltre, sulla base di una valutazione ispirata al generale principio di buona fede, rigettare proposte che costituissero, con ogni evidenza, espressione di finalità ostruzionistiche o di mero disturbo, integrando un vero e proprio abuso del diritto.

Non parrebbe, invece, ammissibile un rifiuto motivato da mere ragioni di opportunità e ciò quand'anche l'opposizione dell'organo amministrativo si fondasse su conclamate esigenze finanziarie e patrimoniali della società (si pensi alla reiezione di una proposta di deliberazione avente ad oggetto l'integrale distribuzione degli utili). A prescindere dall'astratta configurabilità di un siffatto sindacato in capo all'organo amministrativo – questione tuttora affatto pacifica in materia di convocazione assembleare su richiesta dei soci – nel caso della presentazione di proposte di deliberazione assembleare gli amministratori avrebbero a disposizione lo strumento delle osservazioni sulla relazione motivata dei soci proponenti per far valere l'inopportunità della proposta e dissuadere i soci dal votarla³⁴.

Né si ritiene che l'organo amministrativo potrebbe effettuare un esame volto ad accertare la compatibilità della proposta con l'interesse sociale³⁵; vaglio che, come si è detto, pure gli era stato espressamente demandato, sempre nell'ambito della convocazione su richiesta dei soci, dall'abrogato art. 125 t.u.f. e che era stato interpretato nell'ottica di prevenzione di un

LOTTI, P. SPATOLA, (nt. 4), 29 s.). Ma sui limiti alle possibili modifiche al contenuto delle proposte allorché le deliberazioni presuppongano un progetto dell'organo amministrativo cfr. A. TUCCI, (nt. 15), 3905.

³³ Così, in materia di convocazione su richiesta dei soci, P. MARCHETTI, (nt. 29), 77.

³⁴ In senso analogo, cfr. R. SACCHI, (nt. 18), 113. Rileva che gli amministratori potrebbero manifestare la propria posizione su argomenti oggetto di proposta di delibera al più tardi in assemblea F. MARTINO, (nt. 31), 103.

³⁵ In senso analogo cfr. L. MARCHEGIANI, (nt. 15), 22, anche perché il riconoscimento di tale discrezionalità in capo all'organo amministrativo limiterebbe il potere di iniziativa assembleare dei soci.

danno diretto alla società quotata, derivante dalla mera diffusione della notizia della convocazione assembleare³⁶. Alla luce della mancata riproposizione del menzionato criterio nell'attuale assetto normativo, nonché dei minori rischi connessi alla mera presentazione di una proposta di deliberazione alternativa su una materia già inserita all'ordine del giorno, appare più corretto lasciare che siano i soci stessi, attraverso l'espressione della propria volontà mediata dal principio di maggioranza, a stabilire se una determinata proposta corrisponda o meno all'interesse sociale³⁷. Il fatto che la relazione degli amministratori sia messa a disposizione del pubblico contestualmente alla pubblicazione della notizia dell'avvenuta presentazione di ulteriori proposte di deliberazione consente, peraltro, di controbilanciare l'impatto che la mozione pretestuosa potrebbe avere sul mercato.

A escludere che il sindacato degli amministratori possa incentrarsi sul merito della proposta di deliberazione avanzata dai soci concorre, infine, una considerazione di ordine logico. Si suppone che una valutazione di opportunità e di conformità all'interesse della società sia stata svolta a monte dall'organo amministrativo e sia insita nella formulazione di determinate proposte di deliberazione assembleare. Ciò implica che eventuali proposte alternative di deliberazione sul medesimo oggetto dovrebbero essere state già esaminate e scartate dagli amministratori, perché ritenute meno appropriate per la società. Ne consegue che, in presenza di specifiche proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea dagli amministratori, ogni diversa proposta di deliberazione formulata dai soci dovrebbe essere rigettata dall'organo amministrativo perché ritenuta non rispondente al miglior interesse della società, se non a costo di smentire la propria valutazione.

3.1.2. La valutazione delle proposte di deliberazione presentate nel corso dell'adunanza.

Se quello appena ricostruito è un sistema che si attaglia alle proposte di de-

³⁶ Diffusamente, sul punto, M. SANDULLI, (nt. 26), 1154 ss.; E. PEDERZINI, (nt. 26), 1023 s.; R. CALDERAZZI, (nt. 26), 588 s.

³⁷ Ritene che il rifiuto di provvedere potrebbe ritenersi giustificato anche laddove le proposte formulate fossero alternative, dovendosi escludere che dal voto sulla stessa materia possano discendere risultati incompatibili S. NOCELLA, (nt. 5), 86. Tale posizione non appare, tuttavia, condivisibile: posto che gli amministratori non potrebbero conoscere a priori l'esito della votazione, pare sussistere lo spazio per avanzare proposte alternative, da sottoporre eventualmente a votazione in caso di rigetto di quelle precedenti. Inoltre, in caso di voto per corrispondenza o per delega, sarebbe opportuno per il socio avere un quadro completo di tutte le possibili proposte alternative.

liberazione avanzate in fase preassembleare, diversa è l'ipotesi delle mozioni presentate in assemblea.

In questo caso, invero, non è altrettanto immediato stabilire a quale organo compete l'esame della proposta. Stando al tenore letterale dell'art. 126-*bis*, quinto comma, t.u.f., la disciplina del rimedio prospettabile in ipotesi di ingiustificato rifiuto di provvedere risulterebbe identica a quella delle proposte presentate prima dell'assemblea. La norma richiama infatti «le proposte presentate ai sensi del comma 1» e, quindi, parrebbe includere tutte le proposte di deliberazione assembleare (sia quelle presentate prima dell'adunanza sia quelle avanzate nel corso dell'adunanza stessa). Di fatto, tuttavia, è difficile ipotizzare che il vaglio della proposta ad opera dell'organo amministrativo (e, in caso di sua inerzia, dell'organo di controllo) possa avvenire in sede assembleare³⁸. A tacer d'altro, come si è detto, non è ravvisabile un obbligo di matrice legale di presenziare all'assemblea per i componenti degli organi di amministrazione e controllo. In caso di ingiustificato rigetto della proposta, poi, non potrebbe essere assicurato un tempestivo intervento giudiziale. D'altronde, il testo della disposizione richiamata, seppure all'apparenza comprensivo di entrambe le fattispecie, non appare decisivo. Si consideri infatti, che analoga formulazione di richiamo alle proposte del primo comma è contenuta al secondo comma dell'art. 126-*bis* t.u.f., con riferimento a obblighi pubblicitari evidentemente inapplicabili alla presentazione di proposte nel corso dell'assemblea, perché da assolvere entro termini precedenti alla data dell'adunanza.

Nonostante il dettato letterale dell'art. 126-*bis* t.u.f., dunque, una completa assimilazione di adempimenti, controlli e rimedi relativi alla presentazione di proposte di deliberazione assembleare *prima e nel corso* dell'adunanza non è praticabile, se non a costo di svilire l'utilità e le peculiarità delle mozioni formulate in assemblea rendendole, sostanzialmente, precostituite con largo anticipo.

D'altro canto, argomentazioni di carattere sistematico inducono a confermare che un vaglio sulla mozione si imponga anche laddove sia presentata direttamente in adunanza. Anzitutto, nonostante le indubbe differenze – soprattutto in termini di agevolazioni procedurali – tra la presentazione di proposte di deliberazione nel corso e prima dell'adunanza, l'esigenza di carattere collettivo di prevenire un esercizio distorto e abusivo del diritto in parola per-

³⁸ Diversamente si veda S. NOCELLA, (nt. 5), 86, per l'osservazione secondo cui gli amministratori sarebbero tenuti a esprimere la propria valutazione anche laddove la proposta di deliberazione fosse avanzata in assemblea e che, anzi, tale comunicazione sarebbe doverosa e non meramente facoltativa (a differenza di quanto previsto dall'art. 126-*bis*, quarto comma, t.u.f.).

mane in entrambe le ipotesi. Inoltre parrebbe eccessivo (e forse superfluo) garantire al proponente, in fase preassembleare, la possibilità di esperire un rimedio di tipo giudiziale per ottenere il riconoscimento del proprio diritto alla presentazione della proposta di deliberazione assembleare ove la medesima proposta rigettata dall'organo amministrativo (o di controllo) potesse essere avanzata, stavolta senza nessun accertamento preliminare, direttamente in adunanza.

Nel caso di mozioni presentate in sede assembleare un esame appare dunque necessario, così come è necessario che il vaglio sull'ammissibilità della proposta sia immediato e contestuale alla presentazione della stessa. Può pertanto sostenersi che tale valutazione debba, in questo caso, essere affidata al presidente dell'assemblea, nell'ambito dei suoi poteri di indirizzo dei lavori e, nello specifico, della sua funzione di regolare lo svolgimento dell'assemblea³⁹. Un simile riconoscimento, in effetti, appare coerente con il rinnovato ruolo attribuito a tale figura in esito alla riforma del 2003⁴⁰.

Quanto alla portata del sindacato del presidente sulla proposta, anche per esigenze di parità di trattamento, sembra ragionevole applicare i medesimi criteri già esaminati con riferimento alle proposte preassembleari, limitandone la valutazione a profili di liceità⁴¹ e non manifesto abuso⁴². La soluzione di attribuire al presidente il potere di esaminare le proposte alternative di deliberazione avanzate in adunanza, in effetti, è tanto più accettabile e compatibile con il sistema quanto più si acceda a una visione che restringa l'ambito della di-

³⁹ *Ex art. 2371, primo comma, c.c.* Tale soluzione, in linea di massima, dovrebbe ritenersi applicabile anche alle società non quotate.

Per il rilievo secondo cui il presidente è tenuto a porre in votazione le proposte «così come esse vengono formulate» e, pur potendo segnalare eventuali difetti di formulazione, non può modificarle cfr. G. FRÈ, *sub art. 2371, in Società per azioni*³, Art. 2325-2461, *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. SCIALOJA, G. BRANCA, Libro quinto, *Del lavoro*, Bologna-Roma, Zanichelli-Soc. ed. del Foro italiano, 1962, 299 e, in senso analogo, S. SCOTTI CAMUZZI, *I poteri del presidente dell'assemblea di società per azioni*, in *Riv. int. scien. econ. comm.*, 1963, 891, 904; O. PACIOTTI, *Osservazioni intorno alla natura e alle funzioni del presidente delle assemblee di società per azioni*, in *Temi*, 1966, 354, 392.

⁴⁰ Per tutti, si veda R. SACCHI, (nt. 18), 108, il quale rileva che, dopo la riforma del 2003, al presidente dell'assemblea competono «poteri decisori e non semplicemente ordinatori».

⁴¹ In proposito cfr. O. PACIOTTI, (nt. 39), 392 s., la quale osserva che il presidente deve rifiutarsi di mettere ai voti proposte contrarie a norme imperative, all'ordine pubblico, al buon costume (in quanto darebbero luogo a una deliberazione affetta da nullità), nonché eliminare eventuali «parole sconvenienti» (*ivi*, 393).

⁴² Per la possibilità di contrastare mozioni che abbiano finalità ostruzionistiche attraverso l'esercizio dei poteri ordinatori del presidente si veda E. SABATELLI, (nt. 5), 562, nota 60.

screzionalità dell'organo amministrativo nella valutazione delle proposte presentate in fase preassembleare.

Ciò nonostante, ci si potrebbe domandare se tale interpretazione non conduca ugualmente all'attribuzione di poteri individuali troppo vasti al presidente dell'assemblea⁴³, tanto più se si condivide l'orientamento secondo cui allo stesso spetta decidere anche l'ordine di voto sulle varie mozioni⁴⁴ (determinazione che, come è stato dimostrato, è suscettibile di influenzare la votazione e di incidere sull'esito finale)⁴⁵. Al fine di ridurre i margini di intervento del presidente potrebbe pertanto ipotizzarsi di definire un procedimento *ad hoc* per la presentazione di mozioni, eventualmente in sede di regolamento assembleare, finanche rimettendo al voto della maggioranza dei soci la preventiva decisione sull'ammissibilità di una proposta di deliberazione⁴⁶.

A prescindere dal dubbio che tale opzione sia effettivamente perseguibile – anche alla luce degli autonomi poteri che l'art. 2371 c.c. attribuisce oggi al

⁴³ Cfr. C. MONTAGNANI, *sub art. 2371*, in *Società di capitali. Commentario*, (nt. 29), 503, secondo cui al presidente non possono essere attribuiti poteri, ordinatori o decisori, che possano pregiudicare i diritti dei singoli soci.

⁴⁴ Sul potere del presidente di determinare l'ordine di voto delle varie proposte e sui criteri a cui attenersi cfr. S. SCOTTI CAMUZZI, (nt. 39), 904; A. MORANO, *Il presidente dell'assemblea di società per azioni*, in *Società*, 2000, 403, 411 (il quale riconosce «natura meramente ordinatoria» a tale potere); R. TORINO, *Poteri del presidente dell'assemblea e criterio di razionalità*, nota a Trib. Roma, 24 gennaio 2000, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, 283, 306 testo e nota 49 (secondo cui si configura un dovere del presidente di mettere ai voti tutte le proposte presentate nel corso della riunione, fatta salva una valutazione di razionalità); S. ALAGNA, *Il presidente dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005, 127 s. (ad avviso del quale «al presidente compete decidere se e come porre in votazione le diverse proposte, e perfino stabilire se qualcuna d'esse vada esclusa dal voto perché incompatibile, inutile, assorbita» (*ivi*, 128)); F. DIMUNDO, *Il presidente dell'assemblea di società per azioni dopo la riforma*, in *Società*, 2007, 1056, 1066; C.A. BUSI, *Il presidente dell'assemblea*, Consiglio nazionale del notariato, Studio di Impresa n. 70-2009/I, Approvato dalla Commissione Studi d'impresa il 16 marzo 2011, 43. In giurisprudenza, seppur in materia di assemblea di associazione non riconosciuta, cfr. Trib. Roma, 24 gennaio 2000, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, 283 ss., con nota di R. TORINO, pronuncia secondo cui il presidente non è tenuto a sottoporre al voto tutte le proposte avanzate, potendo metterle ai voti secondo un ordine decrescente di probabilità di accoglimento (*ivi*, 288 s.).

⁴⁵ Cfr. F. MURINO, *Potere del presidente dell'assemblea, ordine di voto e paradosso di Condorcet*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 549 ss., secondo cui le «manipolazioni presidenziali» potrebbero essere agevolate, tra l'altro, dal riconoscimento del potere di accertare la chiarezza delle proposte o di modificarne il testo (*ivi*, 556).

⁴⁶ Ma si vedano le critiche rivolte a un'eventuale attribuzione all'assemblea dei poteri del presidente, in punto di maggiore complessità e rallentamento delle decisioni, nonché di irresponsabilità dell'organo, mosse da F. LAURINI, *sub art. 2371*, in *Assemblea*, (nt. 29), 182.

presidente dell'assemblea – certamente non risulta auspicabile⁴⁷. L'art. 126-bis t.u.f. riconosce a ciascun titolare del diritto di voto la possibilità di presentare proposte di deliberazione assembleare in adunanza e l'esercizio di tale diritto non può essere impedito, se non nei casi limite di non conformità alla legge e di abuso. Entrambe le ipotesi impongono valutazioni tecniche, che risulta preferibile affidare a un terzo *super partes* e non agli stessi soci – eventualmente in conflitto di interessi – chiamati successivamente a votare sul contenuto della proposta⁴⁸. Al di là della possibile diversità dei *quorum* necessari all'approvazione delle due distinte deliberazioni, si tratterebbe di una farraginoso duplicazione delle operazioni di voto, che peraltro priverebbe il socio di ogni garanzia di tutela del proprio diritto di *voice*⁴⁹.

Come si è avuto modo di illustrare, il riconoscimento di un vaglio preventivo dell'organo amministrativo sulle proposte di deliberazione assembleare presentate prima dell'adunanza solleva delicati problemi concernenti i limiti al potere degli amministratori di incidere su un diritto dei soci, ma in tale ipotesi, a tutela dei proponenti che si ritengono lesi, il legislatore ha previsto l'eventuale correttivo dell'intervento del tribunale (e, ancor prima, dell'organo di controllo). Anche nel caso della presentazione di mozioni in sede assembleare, tuttavia, è possibile rintracciare un rimedio giudiziale all'inottemperanza del

⁴⁷ Escludono espressamente che l'assemblea possa sindacare o avocare a sé decisioni spettanti al presidente, dopo la riforma del 2003, fra gli altri, S. ALAGNA, (nt. 44), 44; F. MASSA FELSANI, *Il ruolo del presidente nell'assemblea della s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 2004, 156 s., 178, secondo cui il vigente art. 2371 c.c. «rende più difficile ammettere che [l'assemblea] conservi il potere di sovrapporsi alle decisioni presidenziali» (*ivi*, 156); S. DI AMATO, *sub art. 2371*, in AA. VV., *Azioni, Società collegate e controllate, Assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, (nt. 30), 335; F. DIMUNDO, (nt. 44), 1060; F. LAURINI, (nt. 46), 155 e 171; A. SIMIONATO, *Il presidente dell'assemblea di S.r.l. e i rimedi contro l'utilizzo scorretto del potere di governo assembleare*, nota a Trib. Venezia, 12 febbraio 2019, ord., in *Società*, 2019, 950, 953 e 955 e, prima della riforma, S. SCOTTI CAMUZZI, (nt. 39), 895 e 902. Per una posizione più articolata, che distingue tra decisioni vincolate (espressione cioè di una discrezionalità meramente tecnica) e decisioni caratterizzate da una valutazione discrezionale e che reputa queste ultime disponibili da parte dell'autonomia privata, cfr. P. FIORIO, *Art. 2371*, in *Il nuovo diritto societario*, (nt. 29), 557 s. e 563, ma analoga distinzione era già stata compiuta, sotto il profilo di una valutazione di opportunità, da R. SACCHI, *Il presidente dell'assemblea*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 287, 295 s.; A. MORANO, (nt. 44), 407.

⁴⁸ Sulla maggiore affidabilità del presidente nell'affrontare questioni giuridiche di particolare complessità cfr. R. SACCHI, (nt. 47), 293.

⁴⁹ Evidenzia gli inconvenienti insiti nella sottoposizione di una questione relativa alla regolamentazione dei lavori all'assemblea, quali una dilatazione dei tempi e il rischio di invalidità legate alla votazione strumentale R. SACCHI, (nt. 47), 290 e, dopo la riforma del 2003, P. FIORIO, (nt. 47), 557.

presidente dell'assemblea⁵⁰, seppur di carattere successivo: avverso il mancato accoglimento di un'istanza di presentazione di proposta di deliberazione in assemblea rimarrebbe ferma, infatti, la possibilità di far valere l'annullabilità della delibera in quella sede assunta per violazione di legge⁵¹. Analogamente a quanto avviene in caso di compromissione del diritto del socio di intervenire alla discussione, infatti, il rifiuto del presidente di inserire una mozione nel procedimento di votazione deve ritenersi legittimo solo nei rigorosi limiti del contenimento di episodi di abuso e ostruzionismo da parte dei soci⁵².

Più complesso potrebbe essere il caso in cui, a seguito dell'arbitrario rifiuto del presidente di ammettere al voto una proposta di deliberazione avanzata in adunanza, nessuna deliberazione (invalida) sul punto fosse adottata dall'assemblea, con conseguente esclusione della possibilità di impugnativa. Tale scenario, a ben vedere, potrebbe verificarsi in due ipotesi: (i) ove l'assemblea non approvasse alcuna proposta su una materia all'ordine del giorno per mancato raggiungimento del *quorum* previsto, senza aver posto ai voti la mozione illegittimamente respinta; (ii) ove la proposta di deliberazione estromessa riguardasse la responsabilità degli amministratori e fosse avanzata nel corso della discussione sul bilancio ai sensi dell'art. 2393 c.c. (o in analoghe ipotesi di integrazione legale dell'ordine del giorno, come la responsabilità dei sindaci ai sensi dell'art. 2407 c.c. o la distribuzione degli utili ai sensi dell'art. 2433

⁵⁰ Da ultimo, per l'affermazione secondo cui «le decisioni assunte dal presidente nell'esercizio delle proprie attribuzioni autonome sono pur sempre sindacabili dall'autorità giudiziaria» si veda Tribunale di Venezia, 12 febbraio 2019, ord., in *Società*, 2019, 950 (pronuncia in materia di s.r.l.) e, nella dottrina più risalente, G. FRÈ, (nt. 39), 299.

⁵¹ Sulle conseguenze del provvedimento presidenziale illegittimo in punto di validità della delibera cfr. S. DI AMATO, (nt. 47), 335. È dubbio che a tale rimedio possa associarsi un'azione volta a far valere la responsabilità del presidente nei confronti della società o di singoli soci, in ogni caso complessa sotto il profilo probatorio. In argomento cfr. F. LAURINI, (nt. 46), 185 ss.; P. FIORIO, (nt. 47), 566.

⁵² In giurisprudenza cfr. Trib. Modena, 24 febbraio 2012, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 427 ss., con nota di L. MASSIMO, che ha ritenuto annullabile una deliberazione assunta in violazione del diritto del socio all'intervento nella discussione, in mancanza della prova di un disegno ostruzionistico. Sull'illegittimità della decisione del presidente dell'assemblea di escludere la discussione si vedano pure Cass. civ., sez. I, 30 maggio 2008, n. 14554, in *Riv. not.*, 2010, II, 815 ss., con nota di E. MARCHISIO (in particolare, ivi, 822 sui casi in cui il presidente può limitare la discussione); Cass. civ., sez. I, 13 dicembre 2002, n. 17848, in *Giur. comm.*, 2004, II, 265 ss., con nota di S. ROSSI. In dottrina, cfr. N. SALANITRO, *Il presidente dell'assemblea di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 1961, 974, 986 ss.; O. PACIOTTI, (nt. 39), 387 s.; G. FERRI, *Le società*², *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, X, 3, Torino, Utet, 1985, 567; D. SPAGNUOLO, *sub art. 2371*, in *La riforma delle società*, (nt. 29), 316; F. LAURINI, (nt. 46), 171.

c.c.)⁵³. In questo caso, è evidente che un'eventuale azione volta a far valere la responsabilità del presidente dell'assemblea, ove configurabile, non integrerebbe un rimedio adeguato per il proponente, né garantirebbe una tutela equivalente a quella assicurata dall'art. 126-*bis*, quinto comma, t.u.f. in ipotesi di violazione del diritto di presentazione di proposte di deliberazione in fase preassembleare. Un'eventuale sentenza di accertamento della violazione occorsa, tuttavia, potrebbe fondare l'obbligo per l'organo amministrativo di procedere alla convocazione di una nuova assemblea per deliberare nuovamente sulla stessa materia all'ordine del giorno, ponendo così ai voti la proposta di deliberazione avanzata in adunanza e illegittimamente esclusa⁵⁴.

3.2. Compatibilità del diritto di presentare mozioni in assemblea con il diritto di tutti i soci all'esercizio consapevole del voto.

In un sistema che tende ad anticipare, quanto più possibile, l'esercizio di diritti tipicamente "assembleari" a una fase preassembleare, il persistente riconoscimento della possibilità di avanzare proposte di deliberazione in adunanza rappresenta un'arma a doppio taglio per gli azionisti, specie di minoranza. A prima vista, infatti, l'art. 126-*bis*, primo comma, t.u.f., al penultimo periodo favorisce questi ultimi, rendendo il diritto di presentare mozioni disponibile perfino a singoli azionisti e al contempo ne agevola l'esercizio, riducendone gli adempimenti procedurali. D'altra parte, tuttavia, la previsione normativa in esame stempera l'approccio innovativo di valorizzazione del momento preassembleare, ponendosi, almeno parzialmente, in controtendenza con uno degli obiettivi di fondo della *Shareholder Rights Directive*: quello di assicurare un esercizio consapevole del voto da parte degli azionisti⁵⁵.

⁵³ Sul punto, cfr. Cass. civ., sez. I, 24 luglio 2007, n. 16390, in *Società*, 2008, 572 ss., con commento di R. GENCO, ove si afferma che, qualora la proposta non sia stata presa in considerazione dal presidente dell'assemblea e su di essa non si abbia alcuna discussione e votazione, manca del tutto una delibera suscettibile di valutazione in termini di validità o invalidità, potendosi al più considerare la configurabilità di una responsabilità del presidente dell'assemblea, ovvero limiti e modalità del rinvio ad altra seduta (profili che, tuttavia, non sono stati esaminati nel caso di specie, poiché non hanno costituito oggetto di domanda).

⁵⁴ Cfr. F. LAURINI, (nt. 46), 179. Si veda altresì, A. SERRA, (nt. 30), 183, nota 132, il quale, per il diverso caso di errata proclamazione del risultato, ritiene che la sentenza di accertamento consentirebbe di agire per far valere la responsabilità degli autori dell'errore.

⁵⁵ Su cui, in particolare, si vedano il considerando (6) e il considerando (7) della *Shareholder Rights Directive*.

A ben vedere, la direttiva europea non manifesta alcuna contraddizione intrinseca: il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare in essa contemplato, infatti, non risulta esplicitamente riferibile al momento dell'adunanza. Diversi indici normativi, anzi, parrebbero avvalorare l'idea che, in quel contesto, la presentazione di proposte di deliberazione si inserisca naturalmente nella fase che precede l'adunanza⁵⁶. Ciò non implica che il legislatore europeo abbia inteso escludere la possibilità di avanzare mozioni in adunanza, ma soltanto che, nel complessivo impianto della direttiva, la presentazione di proposte di deliberazione, concepita quale diritto da esercitare in fase preassembleare al pari dell'integrazione dell'ordine del giorno, non sembrerebbe porsi in aperto contrasto con il diritto dell'azionista di votare con cognizione di causa e dunque non imporrebbe la previsione di appositi correttivi.

La questione non sfugge, invece, al legislatore italiano, il quale pare considerare fisiologico che il diritto dei soci di votare consapevolmente sulle specifiche proposte all'ordine del giorno debba conciliarsi con la presentazione di mozioni in adunanza e, talora, cedere⁵⁷; ciò che più di frequente avviene quando il voto non è espresso contestualmente allo svolgimento dell'adunanza.

Che un diritto del socio a votare in modo informato e cosciente sia configurabile nell'ordinamento interno e sia tutelato anche con riguardo ai soci presenti in adunanza si evince dal dato normativo: proprio l'insufficiente informazione legittima l'opposizione alla discussione dei partecipanti all'assemblea totalitaria e integra uno dei presupposti per la richiesta di rinvio dell'assemblea, che può essere avanzata da una minoranza qualificata di soci ai sensi dell'art. 2374 c.c.⁵⁸. Simili presidi, del resto, non escludono del tutto il pericolo di un voto inconsapevole: supponiamo che uno dei soci, diversamente da quanto proposto dagli amministratori, avanzi la proposta di votare su una

⁵⁶ Si vedano, in particolare, l'art. 5, par. 4, lett. d), che menziona le proposte di deliberazione (anche presentate dagli azionisti) nel contesto della documentazione resa disponibile sul sito internet della società nei giorni precedenti la data dell'assemblea; l'art. 6, ai sensi del quale gli Stati Membri possono stabilire che il diritto di presentazione di proposte di deliberazione sia esercitato per iscritto (par. 1) e possono fissare un termine per l'esercizio (par. 3). All'opposto, cfr. S. NOCELLA, (nt. 5), 83, nota 39.

⁵⁷ Cfr. P. FIORIO, *sub* art. 2370, in *Il nuovo diritto societario*, (nt. 29), 553; F. MURINO, (nt. 45), 561 s., nota 30.

⁵⁸ Su cui cfr. A. SERRA, (nt. 5), 69, il quale evoca un diritto intangibile del socio a concorrere in modo informato all'assunzione della deliberazione; B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2009, 396; A. D. SCANO, *La motivazione della giusta causa di revoca degli amministratori di s.p.a. (con una postilla sull'azione sociale di responsabilità)*, in *Riv. soc.*, 2020, 968, 976 s.

distribuzione integrale delle riserve distribuibili; una simile proposta, pur non essendo in ipotesi sostenibile sul piano finanziario, potrebbe ottenere l'immediata approvazione della maggioranza dei presenti, non sufficientemente edotti dei possibili rischi per la società.

Apparentemente più debole è la tutela dei soci assenti, il cui pregiudizio sul piano informativo è, però, ridimensionato dal fatto che le materie su cui l'assemblea della società si esprime sono in numero limitato e che le proposte di deliberazione risultano pur sempre vincolate all'ordine del giorno⁵⁹. In altri termini, ove si ritenga sufficiente la preventiva informazione sulle materie in discussione, difficilmente potrebbe dirsi «sorpresa la buona fede degli assenti»⁶⁰: avendo deciso di non partecipare personalmente alla riunione, gli stessi implicitamente accettano che, pur sempre nei limiti di quelle materie, l'assemblea possa deliberare in modo difforme rispetto alle proposte anticipatamente rese note. Ciò ovviamente non vuol dire che, in concreto, il risultato non possa essere radicalmente diverso: altro è la destinazione di una consistente quota di utili ai soci, altro la decisione di destinare tali risorse al reinvestimento o ad altre finalità; proposte che pure rientrerebbero entrambe nel punto, indicato all'ordine del giorno, relativo alla destinazione dell'utile di esercizio. Il che, tuttavia, è da considerarsi coerente con la dinamica assembleare.

Specifiche previsioni disciplinano, invece, la posizione degli azionisti che, pur non prendendo parte all'adunanza, abbiano inteso partecipare al voto. Si pensi all'ipotesi del voto per corrispondenza e a tutti i meccanismi di voto "extraassembleare" in senso lato (inclusi deleghe e sindacati di voto), in cui una ponderata manifestazione preventiva del voto rischia di essere compromessa dalla presentazione di proposte del tutto nuove o alternative in assemblea⁶¹. In simili evenienze, si riscontra la tendenza a superare l'*impassé* ora

⁵⁹ L'ordine del giorno, infatti, garantisce una partecipazione informata all'assemblea in due direzioni: da un lato, è volto ad assicurare ai soci l'informazione circa le materie su cui sono chiamati a deliberare, al fine di consentire una adeguata preparazione in vista dell'intervento all'adunanza (c.d. "funzione positiva"), dall'altro, a tutela degli assenti, mira a evitare che si possa deliberare su argomenti su cui avevano ragione di credere che non si sarebbe deliberato (c.d. "funzione negativa"); cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, II, *Le società commerciali*, Milano, Vallardi, 1928, § 45, n. 493, 225.

⁶⁰ Secondo un'espressione ricorrente in giurisprudenza; cfr. Cass. civ., sez. I, 5 dicembre 1979, n. 6310, in *Riv. not.*, 1980, II, 593 ss.; Cass. civ., sez. I, 12 marzo 1981, n. 1408, in *Giur. comm.*, 1981, II, 564 ss.; Cass. civ., sez. I, 16 marzo 1990, n. 2198, in *Riv. not.*, 1992, II, 672 ss.; Cass. civ., sez. I, 27 aprile 1990, n. 3535, in *Giust. civ.*, 1990, I, 2577 ss.; Cass. civ., sez. I, 17 novembre 2005, n. 23269, in *DeJure*; Cass. civ., sez. I, 27 giugno 2006, n. 14814, in *DeJure*.

⁶¹ In argomento, con riferimento al voto per corrispondenza, cfr. S. ROSSI, (nt. 6), 156 ss.;

prevedendo la possibilità per il titolare di impartire dettagliate istruzioni di voto *ex ante*⁶², ora attribuendo un autonomo potere decisorio al delegato (se a ciò autorizzato dal delegante)⁶³; in ogni caso, si conferma il computo delle azioni per cui non siano state conferite istruzioni di voto e non sia stata autorizzata l'espressione di un voto difforme ai fini della regolare costituzione dell'assemblea⁶⁴. Affinché il meccanismo delle preventive istruzioni di voto possa operare efficacemente e rispecchiare l'effettiva intenzione del votante, peraltro, è opportuno che il modulo di delega – così come l'avviso di convocazione – siano predisposti in modo tale da scindere analiticamente le diverse proposte di deliberazione, anziché aggregarle per materia⁶⁵.

L'eventuale sacrificio dei voti consapevolmente espressi “a distanza” si può forse giustificare con l'idea che il diritto alla presentazione di mozioni in

E. SABATELLI, (nt. 5), 564 ss.; D. FICO, *L'esercizio del diritto di voto in sede extrassembleare*, in *Società*, 2004, 533, 537; V. PETTIROSSI, *Cognizione di causa dell'azionista*, (nt. 18), 423 ss.; EAD., *“Assembleare” ed “extrassembleare”*, (nt. 18), 100 ss. Cfr., altresì, F. INNOCENTI, (nt. 5), 376 ss.

⁶² Così nel caso del voto per corrispondenza, potendo il titolare decidere se confermare, revocare o modificare il voto già espresso – eventualmente conformandosi ovvero opponendosi alle mozioni formulate dall'organo amministrativo o da altro azionista – in presenza di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea. La conferma del voto già espresso è l'opzione di *default* in assenza di una manifestazione di volontà (art. 143, terzo comma, Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (“reg. emittenti”)).

⁶³ Cfr. art. 134, commi secondo e terzo, reg. emittenti, ove si prevede che il rappresentante designato, che non si trovi in una situazione di conflitto di interessi, se autorizzato dal delegante, possa esprimere un voto difforme rispetto a quello indicato nelle istruzioni in caso di modifiche o integrazioni alle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, salvo l'onere di motivazione, nonché l'art. 138, commi quarto e quinto, reg. emittenti, ove una disciplina analoga è prevista con riferimento al promotore.

⁶⁴ Così l'art. 138, sesto comma, reg. emittenti, ove si precisa che le stesse azioni non sono invece computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere. Tale previsione è richiamata dall'art. 143, terzo comma, lett. c), reg. emittenti, relativo all'ipotesi in cui il titolare del voto per corrispondenza opti (anticipatamente) per la revoca del voto per corrispondenza già espresso nell'eventualità di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea.

⁶⁵ Sul discusso tema delle *unbundled/bundled resolutions* cfr., da ultimo, ASSONIME, *L'organizzazione e lo svolgimento delle assemblee alla luce della normativa emergenziale*, Interventi n. 7/2021, 25 febbraio 2021, 8, reperibile in www.assonime.it. Un accenno al tema è presente anche nella Comunicazione Consob n. 3/2020, (nt. 19), 2. Nella letteratura americana, si veda lo studio empirico di J.D. COX, F. FERRI, C. HONIGSBERG, R.S. THOMAS, *Quieting the Shareholders' Voice: Empirical Evidence of Pervasive Bundling in Proxy Solicitations*, in 89 *Southern California L. Rev.*, 2016, 1175 ss.

assemblea non risponda esclusivamente all'interesse del singolo socio che lo esercita, bensì a un più generale interesse collettivo a che la delibera adottata risulti conforme (anche) a quanto emerso nel corso della discussione. Ponendo per prima ai voti la proposta già resa nota il voto extrassembleare sarebbe probabilmente salvo, ma così facendo si rischierebbe di escludere a priori il possibile accoglimento di un'eventuale migliore proposta alternativa scaturita dal dibattito assembleare⁶⁶.

Altro però è la fisiologica limitazione del diritto dei soci (materialmente) assenti di votare consapevolmente, altro l'abuso.

Certamente il diritto di presentare proposte di deliberazione in adunanza potrebbe essere utilizzato dai soci di minoranza, eventualmente coalizzati tra loro, come strumento di *filibustering*, volto a dilatare ingiustificatamente i tempi del voto; abuso cui, tuttavia, il presidente dell'assemblea potrebbe porre rimedio attraverso un'articolazione dell'ordine di voto che anteponga le mozioni con maggiori probabilità di accoglimento, evitando il replicarsi di inutili operazioni di voto su proposte alternative.

Ma un problema di tutela dei soci che hanno deciso di non partecipare all'assemblea, nonché di quelli che vi partecipano per delega o attraverso il voto per corrispondenza rischia di porsi soprattutto quando la mozione è presentata, strumentalmente, dal socio di maggioranza.

Sebbene la possibilità di presentare mozioni in adunanza ampli la platea dei potenziali proponenti, con l'inclusione, fra gli altri, di singoli soci che non siano, di per sé, titolari della percentuale di possesso azionario necessaria a presentare una proposta di deliberazione preassembleare, è infatti evidente che tale diritto compete a qualunque socio: in particolare, potrebbe avvalersene anche il socio di maggioranza per modificare le proposte di deliberazione precedentemente comunicate⁶⁷.

⁶⁶ Nella dottrina che ha affrontato la questione con riferimento al silenzio dell'art. 2370 c.c. sul punto, vi è chi considera «implicita la regola» secondo cui la proposta di deliberazione può essere modificata solo a esito del mancato raggiungimento del *quorum* sulla proposta pubblicata (così S. DI AMATO, *sub art. 2370*, in AA. VV., *Azioni, Società collegate e controllate, Assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, (nt. 30), 329; nello stesso senso, C. MONTAGNANI, *sub art. 2370*, in *Società di capitali. Commentario*, (nt. 29), 499; soluzione ammissibile, con qualche dubbio, secondo R. LENER, *Intervento in assemblea e diritto di voto dopo la riforma delle S.P.A.*, 14, reperibile in www.associazionepreite.it). Per l'idea che, ove in sede di discussione sia modificata la proposta, il voto per corrispondenza «non potrà dirsi utilmente esercitato» cfr. M. STELLA RICHTER jr, (nt. 5), 899.

⁶⁷ Analoga valutazione, riferita allo strumento della convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci, ha indotto attenta dottrina a ritenere che «più che di dialettica maggioranza-minoranza converrebbe parlare di dialettica amministratori-soci», cfr. V. CARIELLO, *Alcune*

I soci di minoranza, in effetti, avrebbero verosimilmente maggior interesse a presentare eventuali proposte di deliberazione assembleare in via preventiva, in modo da raccogliere consenso e organizzare forme di coalizione degli azionisti attorno alle proposte formulate⁶⁸. Al contrario, il socio di maggioranza, approfittando dell'assenteismo dei piccoli soci, potrebbe tentare di vanificare i voti espressi per delega e per corrispondenza, verosimilmente contrari alla sua prima proposta presentata in fase preassembleare, per avanzarne in assemblea una molto simile e ottenerne l'approvazione⁶⁹. Oppure si può ipotizzare che prima dell'adunanza sia diramata una proposta di deliberazione appetibile per la minoranza dei soci, in modo da favorire il raggiungimento del *quorum* costitutivo necessario, salvo poi modificarla in corso d'opera⁷⁰.

È ovvio che quanto più siano promossi metodi di partecipazione virtuale all'assemblea tanto più il problema si riduce. Tuttavia, anche ipotizzando un'elevata partecipazione diretta, agevolata dall'assemblea telematica, l'approvazione della proposta formulata dal socio di maggioranza in adunanza potrebbe essere conseguita facendo leva sulla disinformazione dei presenti, che non avrebbero modo di ponderare adeguatamente l'opportunità della stessa⁷¹.

Il vero correttivo agli abusi risiede allora nell'applicazione dei principi di correttezza e buona fede, potendo le condotte esaminate essere ricondotte alla fattispecie dell'abuso della maggioranza⁷². Richiamando l'esempio preceden-

questioni in tema di convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza, in *Riv. soc.*, 1992, 608, 610; A. SERRA, (nt. 30), 76, nota 23.

⁶⁸ Cfr. M. CIAN, *Intervento e voto in assemblea: Le nuove tecnologie come mezzo per promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 420, 429.

⁶⁹ Ciò che potrebbe essere impedito dai soci che avessero espresso il voto per corrispondenza specificando nelle istruzioni di voto la propria volontà di manifestare voto contrario a ogni proposta del socio di maggioranza (cfr. art. 143, terzo comma, lett. b), reg. emittenti).

⁷⁰ Seppur in un diverso contesto, paventa analogo pericolo P. FIORIO, (nt. 57), 553.

⁷¹ Analogo rischio è posto in evidenza da R. SACCHI, (nt. 18), 112; U. MORERA, S. CAPIELLO, (nt. 31), 1770.

⁷² La giurisprudenza individua l'abuso della maggioranza quale causa di annullamento di una deliberazione assembleare ove, alternativamente, essa non trovi giustificazione nell'interesse della società e costituisca una deviazione dell'atto dallo scopo economico-pratico del contratto di società, essendo il voto dei soci di maggioranza ispirato al perseguimento di un interesse personale antitetico rispetto a quello sociale, ovvero costituisca il portato di un'intenzionale attività fraudolenta dei soci di maggioranza, diretta a provocare la lesione dei diritti spettanti ai soci di minoranza *uti singuli*, poiché rivolta al conseguimento di interessi extrasociali (*ex multis*, cfr. Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Giur. comm.*, 2007, II, 86 ss. In dottrina, cfr. A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, Giuffrè, 1987, *passim*; D.

te, ove il socio di maggioranza avanzasse, in modo del tutto inatteso, in adunanza la proposta di destinare gli utili di esercizio a sostegno di iniziative a favore del territorio (puntando a un rialzo delle quotazioni, in vista della cessione del proprio pacchetto azionario) e ove tale iniziativa fosse tale da neutralizzare l'espressione del voto extrassembleare favorevole all'iniziale proposta di distribuzione di utili ai soci, potrebbero verosimilmente sussistere i presupposti per un'impugnativa della delibera assembleare per abuso della maggioranza⁷³.

3.3. L'esercizio del diritto di presentazione di proposte assembleari nel quadro della disciplina emergenziale: questioni problematiche.

Le esigenze di distanziamento sociale venute in rilievo nel corso della crisi sanitaria hanno posto la necessità di ripensare, nel nostro come in altri ordinamenti, le tradizionali modalità di svolgimento delle riunioni collegiali, ora rendendole meramente virtuali ora disincentivando ovvero escludendo la partecipazione personale degli aventi diritto⁷⁴.

In Italia si è assistito alla rivitalizzazione della figura del “rappresentante designato”, ossia il soggetto, individuato dalle società con azioni quotate ai sensi dell'art. 135-*undecies* t.u.f., al quale i soci possono conferire una delega con istruzioni di voto sulle proposte all'ordine del giorno per ciascuna assemblea⁷⁵. Il ricorso a tale modalità di partecipazione è divenuto consueto in

PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 3, **, Torino, Utet, 1993, 34 ss.; H. SIMONETTI, *Abuso del diritto e regola di buona fede nelle società di capitali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2000, II, 479 ss.; F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 181 ss.).

⁷³ Ma cfr. V. PETTIROSSI, *Cognizione di causa dell'azionista*, (nt. 18), 427; EAD., “*Assembleare*” ed “*extrassembleare*”, (nt. 18), 199, la quale osserva come, in caso di voto per corrispondenza, la presunzione di conferma del voto già espresso o l'adesione “al buio” alle eventuali modifiche delle proposte di deliberazione assembleare sarebbero suscettibili di precludere la successiva impugnazione della delibera.

⁷⁴ Per un quadro comparato delle misure adottate in materia assembleare, cfr. A. BORSELLI, I. FARRANDO MIGUEL, *Corporate Law Rules in Emergency Times Across Europe*, in *ECFR*, 2020, 274, 277 ss.; ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *Corporate Governance Factbook*, 2021, 77, reperibile in www.oecd.org.

⁷⁵ Su cui cfr. A. BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, 307 ss.; N. SOLDATI, *La trasposizione delle direttive DSHR e le deleghe di voto nel testo unico della finanza (TUF)*, in *Contr. impr.*, 2020, 360, 385 ss.; L. LOCCI, *As-*

ragione della possibilità, prevista dalla normativa emergenziale, che l'intervento in assemblea si svolgesse esclusivamente tramite il rappresentante designato⁷⁶.

Tale opportunità, di cui la quasi totalità delle società interessate si è avvalsa⁷⁷, di certo presenta i vantaggi di una notevole riduzione dei costi e di un'evidente semplificazione procedimentale, che peraltro non si pongono a scapito di una compiuta informazione propedeutica al voto in fase preassembleare. Inoltre, il ricorso al rappresentante designato, pur escludendo la discussione assembleare, di per sé non ostacola l'esercizio dei diritti di iniziativa riconosciuti agli azionisti di società quotate nel contesto del procedimento assembleare (quali convocazione su richiesta dei soci, integrazione dell'ordine del giorno e presentazione di proposte di deliberazione prima dell'assemblea), né intacca il diritto di porre domande prima dell'assemblea⁷⁸.

La presenza in adunanza del solo rappresentante designato, però, ha immediatamente sollevato il problema della compatibilità di tale forma di partecipazione con il diritto individuale di presentazione di proposte di deliberazione in assemblea. Benché il rappresentante designato, agendo quale mero *nuncius*, potrebbe teoricamente riferire il contenuto di eventuali mozioni, la presentazione di nuove proposte di deliberazione assembleare non avrebbe alcun risvolto pratico in un contesto in cui gli azionisti, tutti (fisicamente) assenti, non avessero la possibilità di esprimere alcun voto⁷⁹.

Tale lettura è stata avallata dalla Consob, che ha individuato una soluzione di compromesso largamente adottata nella prassi: quella di consentire l'esercizio del diritto individuale di presentazione di proposte di deliberazione assembleare in via anticipata rispetto all'adunanza, in modo tale da consentire ai

semblee societarie "a porte chiuse": quali indicazioni per il futuro?, in *Nuova giur. civ. comm.*, supplemento 5/2020, 78, 82 ss.

⁷⁶ Cfr. art. 106, quarto comma, d.l. 17 marzo 2020, n. 18, convertito con modificazioni dalla l. 24 aprile 2020, n. 27 (applicabile alle assemblee tenute entro il 31 luglio 2022). Il successivo quinto comma estende l'applicazione della previsione in esame anche alle società ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione e alle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

⁷⁷ Dati forniti da Assonime rivelano che su 216 società, che hanno chiuso l'esercizio finanziario al 31 dicembre 2019, 208 hanno previsto la partecipazione del rappresentante designato in via esclusiva (cfr. ASSONIME, (nt. 65), 7; ID., *La prassi delle società quotate nella stagione assembleare 2020*, 1, reperibile in www.assonime.it).

⁷⁸ Sul punto cfr. C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 19), 453, per il riconoscimento del diritto del socio di incaricare il rappresentante designato a svolgere un intervento in assemblea.

⁷⁹ Cfr. Consob, *Q&A in merito alle assemblee delle società con azioni quotate*, n. 3; ASSONIME, (nt. 65), 6 e 30; C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 19), 455.

soci di poter conferire istruzioni di voto al rappresentante designato⁸⁰. In pratica, l'avviso di convocazione dell'assemblea delle società quotate individua un termine, talvolta più breve rispetto a quello ordinariamente concesso ai fini della presentazione di proposte in fase preassembleare, entro il quale far pervenire eventuali mozioni promosse da singoli azionisti⁸¹. Inoltre, è stato auspicato che le relazioni degli amministratori ai sensi dell'art. 125-ter t.u.f. contemplassero proposte di deliberazione anche su materie rispetto alle quali, di norma, il socio di maggioranza presenta mozioni in assemblea (quali numero, durata e remunerazione degli organi sociali) e che il soggetto candidato ad assumere la presidenza degli organi sociali fosse preventivamente indicato da chi presenta le liste⁸².

La soluzione di consentire la presentazione di proposte individuali di deliberazione in via anticipata, tuttavia, non è equivalente al diritto del socio di presentare mozioni in assemblea e, pertanto, non è del tutto immune da criticità. Essa si concentra solo sulla necessità di garantire la possibilità di presentare proposte di deliberazione assembleare anche a prescindere dal possesso di una partecipazione qualificata, ma non considera le ulteriori peculiarità connesse all'esercizio del diritto *in assemblea*, che ciascun proponente, formulando la mozione direttamente in adunanza, potrebbe ritenere di sfruttare a proprio vantaggio. Tra queste circostanze, in parte riscontrabili anche ove i soci non partecipino direttamente all'adunanza, possono annoverarsi la riduzione degli adempimenti procedurali⁸³; la modulazione della mozione rispetto allo stato del dibattito e all'esito del voto su proposte già poste ai voti; il computo dei voti "a distanza" nei *quorum* costitutivi; la forza persuasiva della proposta sui presenti (compresi i delegati), che non avrebbero immediatamente a disposizione dati "esterni" su cui fondare un diverso convincimento; la situazione di disparità informativa degli amministratori, che potrebbe ridurre l'efficacia di una loro eventuale replica: tutti elementi, questi, che potrebbero giocare a favore del proponente, influenzando sul risultato della votazione.

⁸⁰ Cfr. Comunicazione Consob n. 3/2020, (nt. 19), 3; ASSONIME, (nt. 65), 31; ID., *Convocazione dell'assemblea*, in *Q&A sulle assemblee "a porte chiuse"*, 19 giugno 2020, reperibile in www.assonime.it. In argomento si veda L. LOCCI, (nt. 75), 84.

⁸¹ Tale soluzione è stata adottata da un terzo delle società che hanno previsto la partecipazione in via esclusiva del rappresentante designato; cfr. ASSONIME, (nt. 77), 2.

⁸² Cfr. Comunicazione Consob n. 3/2020, (nt. 19), 2 s.; ASSONIME, (nt. 65), 11 e 32; ID., (nt. 80).

⁸³ Ove si accolga, come in questo lavoro, l'idea che la predisposizione di una relazione recante la motivazione della proposta non sia imposta in caso di mozioni formulate in adunanza; cfr., *supra*, par. 2, testo e nota 18.

Invero, la partecipazione dei soci esclusivamente tramite delega conferita al rappresentante designato dalla società quotata non avrebbe costituito, di per sé, una preclusione assoluta alla formulazione di nuove proposte in assemblea⁸⁴. Prescindendo dal contesto emergenziale, che vede la partecipazione tramite rappresentante designato quale scelta obbligata per tutti gli azionisti e imposta unilateralmente dalla società, l'eventualità della modifica o della presentazione di nuove proposte di deliberazione assembleare potrebbe verificarsi anche nell'ordinario scenario di applicazione dell'art. 135-*undecies* t.u.f. E laddove la maggior parte ovvero la quasi totalità dei soci avessero fruito di tale modalità di partecipazione o di analoghe forme di rappresentanza, si riproporrebbe il problema di conciliare la partecipazione del delegato con il voto dei soci deleganti sulle nuove mozioni.

Sicuramente in alcuni casi risulta possibile anticipare l'espressione del voto su proposte di deliberazione eventualmente formulate in assemblea, ad esempio prevedendo nel modulo di delega del rappresentante designato eventuali istruzioni di voto in caso di promozione dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori in occasione della deliberazione di approvazione del bilancio. In altri casi, però, non è praticabile ipotizzare il conferimento di specifiche istruzioni di voto su nuove proposte che dovessero essere formulate in adunanza.

Come si è detto⁸⁵, la disciplina regolamentare prevede che, in caso di modifica o integrazioni delle proposte di deliberazione assembleare, il rappresentante designato, che non versi in una situazione di conflitto di interessi, ove espressamente autorizzato dal delegante possa esprimere un voto difforme rispetto a quello indicato nelle istruzioni di voto⁸⁶. Pur astrattamente percorribile, tuttavia, la via ordinaria dell'attribuzione al rappresentante designato della scelta di voto in assenza di specifiche istruzioni non sarebbe stata auspicabile nel contesto eccezionale della sua partecipazione in via esclusiva all'assemblea, per diversi ordini di ragioni. In primo luogo, si tratta di attribuire a un soggetto, neppure prescelto dal delegante, un potere discrezionale di compiere valutazioni di merito sull'espressione del voto del delegante in assenza di indicazione alcuna. In secondo luogo, sul (l'unico) rappresentante designato in-

⁸⁴ Per analogia osservazione cfr. C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 19), 456.

⁸⁵ Cfr., *supra*, par. 3.2. testo e nota 63.

⁸⁶ Cfr. art. 134, secondo comma, reg. emittenti. Si veda A. BUSANI, (nt. 75), 318, il quale osserva che in tal caso, più che di "voto difforme" dovrebbe parlarsi di un voto dato "in assenza" di istruzioni, posto che la fattispecie riguarda il caso in cui il rappresentante designato abbia ricevuto istruzioni di voto su proposte diverse rispetto a quelle poste in votazione.

combe l'onere di scegliere tra diverse possibili manifestazioni di voto (favorevole, contrario o astenuto) che, verosimilmente, dovrebbero divergere a seconda del soggetto rappresentato, imponendosi al delegato esclusivo di tutti gli azionisti uno sforzo di immedesimazione non agevolmente sostenibile e un elevato rischio di responsabilità non preventivabile *ex ante*.

4. *La presentazione di proposte di deliberazione assembleare dopo la pandemia: sfide future e possibili evoluzioni.*

4.1. *La rilevanza delle modalità di svolgimento dell'assemblea.*

In un quadro così complesso e frastagliato, l'evoluzione del diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare dipende da molteplici fattori.

Una prima variabile da tenere in considerazione riguarda la modalità di tenuta dell'assemblea della società quotata una volta superata la fase emergenziale, che potrebbe tendere verso una riunione virtuale aperta al più ampio numero di azionisti o, all'opposto, rimanere relegata allo svolgimento "a porte chiuse", con la conferma della centralità del ruolo del rappresentante designato (ed eventualmente di altre forme di rappresentanza).

L'esperienza della pandemia da Covid-19, caratterizzata dall'esigenza di assicurare il distanziamento sociale per arginare la crisi sanitaria, ha impresso una decisiva accelerazione ai fenomeni di digitalizzazione e al ricorso alle tecnologie informatiche. Ciò è risultato particolarmente evidente in materia societaria, ove si è imposto un più ampio (e, in molti casi, esclusivo) ricorso alle riunioni puramente virtuali degli organi societari⁸⁷. Lo svolgimento dell'adunanza in forma virtuale o, quanto meno, la possibilità di partecipazione *anche* virtuale all'assemblea dei soci sono fra i lasciti del periodo emergenziale su cui si potrebbe puntare anche in futuro⁸⁸. Il dato ormai acquisito del-

⁸⁷ Si veda ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, 2021, 71, reperibile in www.oecd.org, ove in particolare si osserva come «the crisis has provided an opportunity for jurisdictions to advance or clarify their regulatory frameworks for remote participation in shareholder meetings».

⁸⁸ In argomento cfr. Consiglio notarile di Milano, Massima n. 200, *Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*, 23 novembre 2021, che riconosce come, in presenza di una clausola statutaria che autorizzi l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione *ex art.* 2370, quarto com-

l'elevato grado di alfabetizzazione digitale, da un lato, e il crescente interesse di investitori e risparmiatori verso tematiche di impatto sociale e ambientale che riguardano le imprese, dall'altro, lasciano presagire e, al contempo, auspicare che nello scenario post-pandemico i soci sceglieranno di assumere un ruolo sempre più attivo nei processi deliberativi assembleari.

Ove fosse promosso il pieno ricorso all'assemblea virtuale anche per le società per azioni quotate, si potrebbe prevedere una maggiore partecipazione degli azionisti all'adunanza e, più in generale, al procedimento assembleare, attraverso le varie forme di iniziativa diretta. Sotto tale profilo, potrebbero disporsi per i soci nuove opportunità di riappropriarsi del proprio ruolo e di influire, seppur indirettamente, sulla conduzione dell'impresa sociale, anche attraverso la presentazione di mozioni in assemblea.

Nonostante siano state poste le premesse per lo sviluppo dell'assemblea virtuale, tuttavia, la ritrosia delle società quotate sembra finora aver ostacolato tale percorso, privilegiando lo svolgimento di assemblee "a porte chiuse" caratterizzate dalla sola presenza del rappresentante designato⁸⁹. Qualora la strada intrapresa fosse questa, può ipotizzarsi che la rilevanza della discussione in adunanza sarà sempre meno essenziale e, con essa, la possibilità di avanzare in quella sede nuove proposte di deliberazione assembleare.

È sì vero che un significativo ruolo potrà certamente essere ancora riservato al diritto di presentazione di proposte di deliberazione prima dell'adunanza, specialmente se esteso alla presentazione di mozioni individuali. Ma ancor più probabile è lo spostamento del baricentro verso un potenziamento del potere propulsivo dell'organo amministrativo, cui è ormai devoluta la formulazione di proposte di deliberazione anche in ambiti tradizionalmente riservati all'iniziativa dei soci⁹⁰.

ma, c.c., l'organo amministrativo possa esplicitare nell'avviso di convocazione che l'assemblea si svolgerà esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione (e, per soluzione analoga, sia consentito rinviare a V.R. DRAGANI, F. PRENESTINI, *Convocazione impropria e formazione del consenso nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2018, 653, 687 ss.). *Contra* G.P. LA SALA, *L'assemblea telematica nelle società di capitali e le decisioni a distanza extrassembleari*, in *RDS*, 2021, 260 ss., il quale esclude l'ammissibilità dell'assemblea solo virtuale nella società per azioni nell'attuale quadro normativo.

⁸⁹ Cfr., *supra*, nota 77.

⁹⁰ Cfr. C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 19), 457 s.

4.2. ... e della struttura proprietaria.

D'altro canto, ci si potrebbe domandare se in futuro le proposte di deliberazione assembleare presentate dai soci, soprattutto di minoranza, possano avere effettivamente un'incidenza e di quale tipo. La variabile di cui tener conto, a tal riguardo, è quella relativa al grado di dispersione dell'azionariato della società quotata.

In società caratterizzate da proprietà fortemente concentrata, la presentazione di mozioni in adunanza non parrebbe, a prima vista, destinata ad assumere una portata determinante sull'esito della votazione, che rifletterà in ogni caso la scelta del socio di controllo⁹¹. Una simile osservazione, tuttavia, non deve necessariamente indurre a rassegnarsi al ruolo dell'assemblea quale sede di mera "conta dei voti"⁹², bensì a rivalutare le funzioni della formulazione di proposte di deliberazione in quel contesto⁹³.

Anzitutto la presentazione di mozioni può assumere una valenza informativa, nella particolare prospettiva di rendere amministratori e azionisti di maggioranza edotti di ciò che gli azionisti di minoranza si aspettano (ad esempio, una gestione imprenditoriale improntata a una maggiore attenzione all'ambiente). Un'eventuale scelta di disinvestimento legata all'insoddisfazione circa la conduzione dell'attività sociale, soprattutto se compiuta da investitori istituzionali, non può essere sottovalutata dall'organo amministrativo⁹⁴.

Inoltre, non è senz'altro da escludere che gli azionisti di maggioranza vengano incontro alle richieste degli azionisti di minoranza e accolgano le loro proposte, che potrebbero non essere totalmente avulse da quelle formulate dagli amministratori (ad esempio, in relazione a una maggiore o minore distribuzione di utili o a una diversa misura di contrasto all'opa). Gli azionisti di minoranza, infatti, non devono necessariamente identificarsi con i risparmiatori disinformati, ma sono oggi investitori professionali e competenti. La prove-

⁹¹ Cfr. A. GUACCERO, (nt. 3), 424 per l'osservazione secondo cui l'assetto proprietario concentrato «rende improbabile un diffuso utilizzo in contrapposizione al *management* degli strumenti assembleari».

⁹² Su questa linea cfr. C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 19), 454.

⁹³ Sulla portata assunta in concreto dal diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea e l'integrazione dell'ordine del giorno, cui in alcuni casi gli azionisti di minoranza hanno fatto proficuamente ricorso in presenza di conflittualità con l'azionista di maggioranza relativa, cfr. M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza, Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, Egea, 2015, 265.

⁹⁴ Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Nuovo ruolo dell'assemblea?*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, (nt. 5), 108.

nienza qualificata delle proposte amplifica la possibilità che l'accoglimento delle medesime giovi alla società e, in ultima istanza, agli stessi soci di maggioranza.

Infine occorre considerare che, al di là della piena condivisione della singola proposta, il socio di controllo potrebbe avere interesse a favorirne l'approvazione per conquistare la fiducia della minoranza, da spendere in occasione di successive deliberazioni in cui fosse richiesta una maggioranza più ampia.

Nelle società caratterizzate da azionariato disperso, un'effettiva incidenza delle proposte di deliberazione assembleare formulate dai soci anche sul risultato della votazione è meno improbabile: la proposta proveniente degli investitori istituzionali presentata in assemblea potrebbe, in astratto, raccogliere ampio consenso. In questo caso la resistenza da superare rimane quella dell'astensionismo degli azionisti; ciò che rende strategicamente più efficace la presentazione di proposte di deliberazione in sede preassembleare, anziché direttamente in adunanza.

5. Conclusioni.

È stato osservato come i poteri di iniziativa assembleare degli azionisti integrino un formidabile strumento di "democrazia diretta", nella misura in cui consentono di investire l'assemblea, quale organo sovrano, di questioni ritenute di rilievo a prescindere e persino contro la volontà dell'organo amministrativo (e del socio di maggioranza)⁹⁵. La previsione di percentuali qualificate di possesso azionario, il cui raggiungimento nelle società quotate potrebbe non essere agevole, ne ostacola però l'esercizio, rendendoli un'arma spuntata⁹⁶.

Analoghe considerazioni valgono per il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare, con la precisazione che il riconoscimento del potere individuale di formulare mozioni in adunanza rende, in linea di principio, ancora più potente questo strumento. Come si è avuto modo di dimostrare però, il diritto di avanzare proposte di deliberazione assembleare incontra una serie di limiti teorici e applicativi, che si atteggiano diversamente a seconda delle modalità e del contesto in cui trova applicazione.

⁹⁵ In tal senso, con riferimento al diritto di integrazione dell'ordine del giorno, cfr. G. SCIUMBATA, *sub art. 126-bis*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARI, II, articoli 91-165 *septies*, Torino, Utet giuridica, 2012, 1756; osservazione condivisa da F. MARTINO, (nt. 31), 97 s.

⁹⁶ *Ibidem*.

Al di là degli scenari ipotizzabili, nell'esercizio da parte dei soci del diritto in esame un dato rimane costante: quello della necessaria interazione con l'organo amministrativo. Interazione che risulta più accentuata ove la proposta di deliberazione assembleare venga presentata prima dell'adunanza, poiché concerne la fase della preliminare valutazione di ammissibilità della proposta, l'adempimento degli oneri pubblicitari volti a renderla nota e la messa a disposizione delle eventuali valutazioni dell'organo amministrativo sulla proposta.

L'ingerenza dell'organo amministrativo parrebbe meno pregnante ove la mozione fosse formulata direttamente in assemblea, pur riscontrandosi anche in questo caso la necessità di assicurare un vaglio sulla proposta affidato al presidente dell'assemblea e di riconoscere agli amministratori la possibilità di esprimersi, seppur nell'immediatezza della presentazione, sul contenuto della stessa.

A questi correttivi, essenzialmente volti a garantire che il diritto di presentazione di proposte di deliberazione assembleare non sconfini nell'abuso, si affiancano quelli predisposti dal nostro ordinamento per conciliarne l'esercizio con l'esigenza di assicurare a tutti i soci la manifestazione di un voto consapevole; ciò che implica la salvaguardia, nei limiti del possibile, della corrispondenza tra le proposte anticipatamente rese note e quelle su cui il voto è espresso o, quanto meno, dell'intenzione di voto dei partecipanti "a distanza" in caso di modifiche o integrazioni delle mozioni occorse in adunanza.

Anche in questa circostanza l'organo amministrativo è chiamato ad assumere un importante ruolo, che si sostanzia nella predisposizione di un avviso di convocazione dell'assemblea e dei relativi moduli di delega recanti un'analitica individuazione delle proposte di deliberazione, in modo da consentire agli azionisti che desiderino esprimere un voto extrassembleare di impartire precise istruzioni di voto.

Ciò nonostante, il modello descritto risulta parzialmente superato dall'evoluzione dei tempi e dal riscontro di una scarsa applicazione pratica, quanto meno con riferimento alle proposte avanzate dagli azionisti di minoranza.

L'assemblea delle società quotate difficilmente può essere il luogo ove la funzione compositoria del metodo collegiale riveste tuttora un decisivo spazio, soprattutto in un sistema di assetti proprietari concentrati. La complessità e il tecnicismo delle risoluzioni da adottare e la ridotta partecipazione dei soci (spesso associata alla consapevolezza dell'ininfluenza del proprio voto) rendono improbabile che la presentazione di mozioni da parte dei soci di minoranza modifichi le decisioni già assunte in sede extrassembleare, che si riflettono nelle proposte di deliberazione sottoposte dagli amministratori all'assem-

blea. Ciò non significa che la potenziale rilevanza della presentazione di proposte da parte dei soci di minoranza venga meno, ma che forse l'assemblea non è (più) la sede in cui avviarle.

Ove si privilegi, come attualmente appare, la strada dell'estensione del potere di iniziativa dell'organo amministrativo nella formulazione delle proposte di deliberazione assembleare, l'interazione con i soci dovrebbe collocarsi a monte del processo. È all'interno del consiglio di amministrazione che i soci di minoranza dovrebbero far sentire la propria voce, avanzando e sostenendo proposte di deliberazione assembleare attraverso l'interlocuzione dell'amministratore nominato dalla minoranza, in modo da giungere all'appuntamento assembleare con la definizione di proposte già discusse e preventivamente condivise.

L'ampliamento dei poteri propulsivi dell'organo amministrativo, d'altronde, non deve suscitare il timore di un'eccessiva discrezionalità e di una posizione di egemonia dello stesso organo: è pur sempre dall'assemblea dei soci che il potere degli amministratori promana e da cui è in ogni momento revocabile. Agli azionisti spetta, dunque, l'ultima parola. E, come l'esperienza straniera dimostra, soprattutto su tematiche di impatto ambientale, hanno molto da dire.

Il rappresentante designato delle società quotate: rapporto negoziale, ordinamento societario e rimedi

The appointed representative of listed companies: contractual relationship, corporate law and remedies

Giulia Serafin *

ABSTRACT:

Il contributo offre un approfondimento sistematico sull'istituto del rappresentante designato, introdotto nel t.u.f. in occasione del recepimento della SHRD con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, al fine di favorire una partecipazione più ampia alle assemblee delle società quotate.

Dopo aver brevemente ripercorso le principali tappe dell'evoluzione storica riguardante la disciplina della rappresentanza assembleare, si analizzerà il quadro normativo applicabile all'istituto del rappresentante designato, tenendo anche conto della disciplina introdotta dal d.l. n. 18 del 17 marzo 2020 (c.d. decreto "Cura Italia") durante la pandemia da Covid-19, la quale ha consentito l'utilizzo del rappresentante designato a diversi tipi di società, nonché dell'istituto del *représentant indépendant* previsto dall'ordinamento svizzero. In questo quadro, il lavoro si sviluppa lungo la principale caratteristica della normativa applicabile al rappresentante designato: l'obbligatorietà delle istruzioni di voto.

Infine, il contributo analizza il rapporto negoziale che si instaura tra società e rappresentante designato e tra questo e coloro che gli conferiscono la delega di voto in chiave civilistica e il tema della violazione da parte del rappresentante delle istruzioni di voto conferitegli nell'ottica dell'ordinamento societario, al fine di verificare se tale inadempimento possa legittimare l'impugnazione della deliberazione assembleare ai sensi dell'art. 2377 del Codice civile.

The article offers a systematic survey of the appointed representative institution, which was introduced into the t.u.f. (Italian Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998) when the SHRD was transposed by the Italian Legislative Decree No. 27 of January 27, 2010, to encourage a wider participation in the shareholders' meetings of listed companies.

After briefly outlining the main steps of the historical evolution regarding the regulation of

* Assegnista di ricerca, Università Ca' Foscari Venezia; e-mail: giulia.serafin@unive.it.

the shareholders representation, it will analyse the regulatory framework applicable to the institution of the appointed representative, also by taking into account the regulation introduced by Italian Decree-Law No. 18 of March 17, 2020 (so-called “Cura Italia” decree) during the Covid-19 pandemic, which allowed the use of the appointed representative to different types of companies, as well as the institution of the représentant indépendant provided by the Swiss regulation. Within this framework, the article develops along the main feature of the rules applicable to the appointed representative: the compulsory nature of the voting instructions.

Finally, the article analyses the contractual relationship established between the company and the appointed representative and between the latter and those who delegate the voting right from a civil law perspective, and the issue of the representative’s breach of the voting instructions conferred from the standpoint of the corporate law system, in order to verify whether such a breach can legitimate a contestation of the shareholders’ meeting resolution under Article 2377 of the Italian Civil Code.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. La rappresentanza assembleare e il rappresentante designato. Evoluzione storica. – 3. Prime osservazioni a margine della disciplina: il conferimento dell’incarico. – 4. (*segue*). Le istruzioni di voto. – 5. La regolazione nella disciplina emergenziale. – 6. Cenni all’ordinamento svizzero. – 7. La relazione tra società, rappresentante designato e socio: qualificazione del rapporto. – 8. (*segue*). Modalità di instaurazione del rapporto contrattuale e rimedi. – 9. Vizi della rappresentanza e ordinamento societario.

1. Premessa.

La figura del rappresentante designato, introdotta nel t.u.f. in occasione del recepimento della *Shareholder Right Directive* (di seguito SHRD)¹ ad opera del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, può a ragione ricondursi agli obiettivi di rafforzamento dei diritti degli azionisti perseguiti dalla Direttiva. Infatti, per quanto si tratti di un istituto non espressamente contemplato dalla SHRD, il nostro legislatore ha voluto ulteriormente facilitare il ricorso alla rappresentanza assembleare per favorire una più ampia partecipazione alle assemblee delle società quotate. Si tratta di un obiettivo primario della SHRD, che vede nella promozione dell’esercizio del diritto di voto degli azionisti una condizione preliminare per un buon governo societario².

¹ Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell’11 luglio 2007, relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

² V. considerando 10, direttiva 2007/36/CE, che recita: «Il buon governo societario richiede

L'istituto del rappresentante designato ha però ricevuto una tiepida accoglienza da parte della dottrina, la quale, più che coglierne i possibili vantaggi in termini di affluenza alle assemblee, ne ha sin da subito sottolineato le possibilità di abuso³. Sta di fatto che per molto tempo l'istituto è stato scarsamente utilizzato⁴, senza realmente "decollare".

Questo, almeno sino alla situazione emergenziale scaturita dalla pandemia da Covid-19, la quale ha richiesto interventi straordinari al fine di contemperare, tra le altre, le esigenze di distanziamento sociale con la necessità di procedere comunque allo svolgimento di alcune attività usualmente aggregative, tra le quali anche le assemblee di società. Esigenze cui la decretazione emergenziale ha dato risposta anche ampliando le possibilità di ricorso al rappresentante designato.

Ciò ha comportato un maggiore utilizzo dell'istituto, di cui questo saggio intende proporre un approfondimento sistematico, tenendo anche conto, in uno con la disciplina ordinaria, delle indicazioni provenienti dalla legislazione emergenziale.

Delineate la struttura e le funzioni, si opererà un breve confronto con l'o-

procedure agevoli ed efficienti per l'esercizio del voto per delega. Le limitazioni e i vincoli esistenti che rendono il voto per delega difficile e oneroso dovrebbero pertanto essere eliminati. Tuttavia, il buon governo societario richiede anche opportune salvaguardie contro eventuali abusi del voto per delega». Cfr. anche il considerando n. 3 della SHRD: «I detentori di azioni con diritto di voto dovrebbero poter esercitare tali diritti, considerato che questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l'acquisto delle azioni. Inoltre, un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato». Sul punto v. P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 243 ss. Per un primo commento alla SHRD, tra i tanti, si vedano: N. ABRIANI, *La direttiva n. 2007/37/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società europee*, in *Riv. dir. impr.*, 2007, 233 ss.; A. BLANDINI, *L'intervento e la rappresentanza in assemblea e l'art. 10 della direttiva n. 2007/37/CE: prime considerazioni e proposte*, in *Società*, 2009, 512 ss.; M. VENTORUZZO, *Approvata la direttiva sui diritti degli azionisti: record date e deleghe di voto*, in *Riv. soc.*, 2007, 1181 ss. Sul d.lgs. n. 27/2010 v. N. ATLANTE, M. STELLA RICHTER jr., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, CNN, Studio n. 62-2010/I, reperibile nel sito www.notariato.it.

³ Sul punto si vedano: P. MONTALENTI, *Intervento al seminario "Il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 984, il quale ritiene dubbia l'utilità del rappresentante designato; R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 53, il quale giudica l'introduzione di tale istituto «particolarmente pericolosa».

⁴ Si veda l'indagine compiuta da ASSONIME, *Le assemblee delle società quotate: il d.lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010, le prime esperienze applicative nel 2011 e il decreto correttivo del 2012 (d.lgs. n. 91 del 18 giugno 2012)*, *Note e studi*, 14/2012, 51 ss.

mologo strumento previsto dall'ordinamento elvetico, ove la disciplina delle società anonime prevede l'istituto del *représentant indépendant*. Il raffronto offrirà lo spunto per alcune considerazioni in relazione alla natura dell'istituto previsto nel nostro ordinamento.

Il quadro così tracciato sarà prodromico all'indagine che si intende condurre nella terza parte dello studio in merito al rapporto negoziale che si instaura tra la società, il rappresentante designato e coloro che gli conferiscano le deleghe di voto.

L'inquadramento del rapporto in chiave civilistica consentirà di meglio affrontare, infine, il tema relativo all'eventuale "infedeltà" del rappresentante designato in chiave societaria.

Come si avrà modo di osservare, il nodo centrale dell'istituto risiede nel grado di vincolatività delle istruzioni di voto. Il legislatore si serve infatti della modulazione di questo strumento al fine di cercare di porre rimedio alle criticità derivanti dalla scelta di non imporre requisiti di indipendenza o, almeno, di affidare la competenza alla nomina del rappresentante designato a soggetti che non siano espressione della maggioranza. Non potendosi fare affidamento su strumenti che possano eliminare o attenuare il problema *ex ante*, lo sguardo deve spostarsi sulla necessità di indagare le conseguenze derivanti dalla loro violazione. Vi è però che, all'attenzione posta dal legislatore nel limitare e vincolare l'operato del rappresentante designato, non corrisponde poi un regime altrettanto certo rispetto all'applicabilità dei rimedi previsti dall'ordinamento societario in caso di violazione della disciplina.

2. La rappresentanza assembleare e il rappresentante designato. Evoluzione storica.

L'istituto della rappresentanza nelle società per azioni è da sempre oggetto di un notevole interesse. Questo si spiega alla luce delle diverse istanze che, nel tempo, il diritto societario ha tentato di comporre, cogliendone l'utilità ed effettuando un bilanciamento degli interessi sottostanti⁵.

Infatti, se per un verso l'istituto fornisce risposta all'istanza dei soci di poter esercitare i propri diritti di voto anche indirettamente, per l'altro contribui-

⁵L'ambivalenza dell'istituto della rappresentanza assembleare è sottolineata già da R. SACCHI, *Procura generale e disciplina (legislativa e statutaria) della rappresentanza azionaria*, in *Giur. comm.*, 1989, II, 25; G. SBISÀ, *sub art. 2372*, in G. FRÈ, G. SBISÀ, *Della società per azioni. Art. 2325-2409*, I, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro italiano, 1997, 650.

sce a soddisfare l'esigenza della stessa società, il cui funzionamento e la cui sopravvivenza dipendono anche dalla capacità del suo organo assembleare di costituirsi e di deliberare, pena il suo scioglimento (art. 2484, primo comma, n. 3, c.c.)⁶.

Ma vi è di più. La rappresentanza assembleare, che condivide con quella volontaria regolata dal Libro IV l'intento di agevolare i traffici giuridici e l'esercizio dei diritti⁷, risponde anche a finalità ulteriori, quali, ad esempio, quelle di garantire maggiore stabilità alla deliberazione e di favorire il coordinamento delle minoranze attraverso una raccolta di deleghe di voto⁸.

Dall'altro lato, è noto come la rappresentanza assembleare possa prestarsi a facili abusi, poiché il suo conferimento a soggetti che ricoprono cariche sociali o una massiccia raccolta di deleghe potrebbero comportare, di fatto, l'esercizio di una massa di voti tale da determinare l'esito della votazione.

Ed è per questi motivi che, a differenza del Codice di commercio, che non prevedeva vincoli all'esercizio della rappresentanza, considerata anzi un diritto inderogabile del socio⁹, il Codice del 1942 ha introdotto taluni limiti, non-

⁶ È noto come il costante assenteismo dei soci che si manifesti nell'impossibilità di adottare decisioni necessarie per la società (tipicamente l'approvazione del bilancio o la nomina dei componenti dell'organo amministrativo o di controllo), possa integrare l'ipotesi prevista dall'art. 2484, primo comma, n. 3, c.c., ovverosia quella che la norma indica come continuata inattività dell'assemblea (in giurisprudenza si vedano: Trib. Milano, 29 febbraio 2016, in *Iso-cietario.it*, 11 marzo 2016; Trib. Milano, 06 marzo 2014, in *Banca dati DeJure*; Trib. Prato, 12 gennaio 2010, in *Giur. comm.*, 2011, II, 970 ss., con nota di F. RESTANO; Trib. Alessandria, 13 dicembre 2010, in *Foro it.*, 2011, 2, I, 627; Trib. Ravenna, 3 febbraio 2006, in *Giur. comm.*, 2007, II, 1088 ss., con nota di F. RESTANO; App. Catania, sez. I, 21 aprile 2008, in *Vita not.*, 2008, 973 ss. Il ricorso all'istituto della rappresentanza potrebbe allora agevolare il superamento di alcune situazioni legate all'impossibilità di funzionamento dell'assemblea.

⁷ C.M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*³, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, 67. Epperò si condivide il rilievo di R. SACCHI, il quale avverte che «non va dimenticato che, mentre l'istituto diritto privato della rappresentanza è strumentale essenzialmente alla realizzazione dell'interesse del rappresentato, la delega di voto produce effetti nell'ambito dell'organizzazione societaria ed è strumentale alla realizzazione, oltre che dell'interesse del socio rappresentato, anche, ed anzi soprattutto, dell'interesse, di generale rilevanza, alla funzionalità dell'organizzazione societaria» e che «occorre dunque essere molto cauti di fronte ai tentativi di applicare alla rappresentanza azionaria la disciplina di diritto privato della rappresentanza», in *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 3*, Torino, Utet giuridica, 1994, 440-441.

⁸ M. BIANCA, *Luci ed ombre nella nuova disciplina della rappresentanza assembleare*, in *Riv. soc.*, 2004, 1205 s.

⁹ Il Codice di commercio del 1882 stabiliva, all'art. 160, che «I soci possono farsi rappre-

ché la possibilità di escluderla del tutto attraverso una scelta rimessa all'autonomia statutaria, ancora possibile per le s.p.a. che non facciano ricorso al mercato del capitale di rischio e per le società cooperative¹⁰. Scelta ribadita dalla l. 7 giugno 1974, n. 216, che modificava l'art. 2372 c.c. introducendo limiti molto più capillari, tanto di natura soggettiva, quanto di natura quantitativa¹¹. La riforma del 2003 ha lasciato sostanzialmente invariato l'impianto dell'istituto, pur andando a chiarire alcuni dubbi interpretativi sollevatisi nel vigore del testo previgente, con il dichiarato scopo di accrescerne la funzionalità¹².

Diversa, invece, la situazione per le società quotate, ove, con la disciplina introdotta dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e, in seguito, col recepimento della SHRD, si registra, invece, un consapevole tentativo di rivitalizzazione dell'istituto.

Nel complesso, il t.u.f., conscio dell'ambivalenza insita nella rappresentanza assembleare, cerca di bilanciare al meglio i diversi interessi sottostanti.

Così, se da un lato permette di conferire la rappresentanza anche oltre i limiti soggettivi previsti dalla normativa sulle s.p.a., dall'altro impone un'opportuna *disclosure* dei possibili conflitti di interesse. Ancora, il t.u.f. disciplina la sollecitazione di deleghe, cui si coniuga, però, l'assegnazione di intensi poteri all'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari.

La figura del rappresentante designato si innesta, quindi, nel tessuto di un istituto già minuziosamente regolato. La sua *ratio* è evidentemente quella di favorire la partecipazione alle assemblee delle società per azioni quotate e rimediare al tradizionale marcato assenteismo dei soci indotto dalla loro c.d. "apatia razionale"¹³.

sentare nelle assemblee generali da mandatarî, soci o non soci. L'esercizio di questo diritto può essere limitato nell'atto costitutivo e nello statuto», così sancendone l'indisponibilità ad opera dell'atto costitutivo o dello statuto, cui era demandata soltanto la disciplina dell'*exercitium iuris* (sul punto v. S. GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, Giuffrè, 1975, 13).

¹⁰ Per un quadro sull'evoluzione normativa della rappresentanza assembleare prima della riforma del 2003, v. S. GATTI, (nt. 9), 12 ss.

¹¹ Sulla disciplina vigente successivamente alle modifiche introdotte dalla l. n. 216/1974 v., ad esempio, F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, VII, Padova, Cedam, 1988, 205 ss.; G. SBISÀ, (nt. 5), 650 ss.

¹² Sulla disciplina introdotta dalla riforma del 2003 in relazione alla rappresentanza assembleare v. M. BIANCA, (nt. 8), 1197 ss.

¹³ Lo stato di passività, che tipicamente caratterizza l'azionista di minoranza, determina la condizione cosiddetta di apatia razionale, ovvero quella condizione in cui l'azionista si determina razionalmente, in mancanza di incentivi in senso contrario, a non intervenire e non pren-

Sul piano positivo, è apprezzabile la ricerca di un punto di equilibrio tra l'esigenza di ampliare quanto più possibile la partecipazione dei soci all'assemblea e la necessità di evitare che lo strumento si presti ad abusi. Si tratteggia, così, una disciplina incentrata su alcuni elementi caratteristici, quali, in particolare, la gratuità del servizio e l'obbligatorietà delle istruzioni di voto, che sono poi i due perni attorno ai quali ricostruire la peculiare fattispecie e il rapporto negoziale che ne deriva.

3. Prime osservazioni a margine della disciplina: il conferimento dell'incarico.

Venendo al dato più strettamente normativo, il t.u.f.¹⁴ prevede che le s.p.a. quotate, ad eccezione di quelle cooperative¹⁵, «debbono designare per ciascu-

dere parte attiva all'organizzazione e alla vita sociale. Il concetto di apatia razionale è stato introdotto da A.A. BERLE jr. e G.C. MEANS come una delle conseguenze della separazione tra proprietà e controllo nelle grandi società per azioni: «poiché il suo voto personale conta poco o niente, a meno che egli non sia proprietario di un grosso pacchetto di azioni, all'azionista restano in pratica due sole alternative: quella di non votare affatto, oppure quella di cedere il suo voto a persone sulle quali non ha nessuna influenza e alla cui scelta non ha partecipato. In nessun caso egli sarà in grado di esercitare il benché minimo controllo [...]»: in *Società per azioni e proprietà privata*, trad. it. di G.M. Ughi, Torino, Giulio Einaudi Editore, 1966, 86. Secondo la metodologia dell'analisi economica del diritto, per l'azionista non di maggioranza vi sono problemi di azione collettiva, poiché i costi da sostenere per acquisire le informazioni necessarie per esercitare efficientemente il diritto di voto eccedono i benefici proporzionalmente attesi dal risultato della deliberazione; sicché tali azionisti sono indotti ad assumere atteggiamenti di *free riding*, rinunciando ad un esercizio consapevole del voto. Sul punto, oltre all'opera già citata, si vedano F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in Corporate Law*, in 26(2) *J.L. & Econ.*, 1983, 395 ss.

¹⁴ Sulla disciplina dettata per l'istituto del rappresentante designato si vedano: F. ACCETTELLA, *Le deleghe di voto*, in *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, a cura di N. CIOCCA, G. MARASÀ, Torino, Giappichelli, 2015, 316 ss.; A. BUSANI, *Il rappresentante designato per il conferimento delle deleghe di voto*, in *Società*, 2011, 307 ss.; D. MAGNO, *sub art. 135-undecies*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, Torino, Utet giuridica, 2012, 1848 ss.; C. PASQUARIELLO, *sub art. 2372*, in *Commentario breve al diritto delle società*⁴, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, 2017, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 589 ss.; L. SCHIUMA, *sub art. 135-undecies*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, II, Milano, Giuffrè, 2016, 4047 ss.; N. SOLDATI, *sub art. 135-undecies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, a cura di V. CALANDRA BUONAURA, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2020, 1036 ss.

¹⁵ Ciò in forza dell'art. 135-*duodecies* t.u.f. Il legislatore italiano, in sede di recepimento della SHRD si è avvalso, infatti, della facoltà di escludere le società cooperative dall'ambito di

na assemblea un soggetto al quale i soci possono conferire [...] una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno»¹⁶. Tale obbligo vale in generale per tutte le s.p.a. quotate, salvo il caso in cui lo statuto non disponga diversamente¹⁷. La scelta di introdurre l'istituto e di affidarne l'esclusione ad un meccanismo di *opt-out* rende evidente il favore riservatogli senza con ciò togliere spazio all'autonomia statutaria, che potrebbe ricorrere ad un ampio ventaglio di soluzioni intermedie.

Vi sono però diverse situazioni non direttamente risolte per le quali è quindi necessario ricorrere ai tradizionali meccanismi di integrazione, sempre che non si ritenga che ogni scelta sia semplicemente rimessa all'autonomia statutaria. Tanto più che, se anche così fosse, sarebbe pur sempre necessario chiedersi come chiarire le questioni irrisolte dallo statuto.

A tal proposito, la prima questione concerne la nomina del rappresentante designato. Sebbene l'art. 135-*undecies* taccia sul punto, si ritiene che questa

applicazione della disciplina relativa alle delega di voto. La *ratio* di tale esclusione è quella di privilegiare il dato personalistico che caratterizza le società cooperative, tutelato da una disciplina più rigida rispetto a quella prevista in materia di rappresentanza nelle s.p.a.; sul punto v. A. DI VILIO, *sub art. 135-duodecies*, in *Il testo unico della finanza*, (nt. 14), 1852; N. SOLDATI, *sub art. 135-duodecies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (nt. 14), 1040.

¹⁶ L'art. 135-*undecies* si riferisce ai soci ma è pacifico che la possibilità di avvalersi del rappresentante designato vada attribuita a coloro che sono legittimati ad esercitare il diritto di voto (C. PASQUARIELLO, (nt. 14), 590). Come noto, esistono diverse situazioni in cui tale legittimazione risulta dissociata dalla titolarità delle azioni: basti pensare alle ipotesi di azioni concesse in usufrutto o in pegno o al peculiare meccanismo della *record date*. Di seguito, per comodità espositiva, si farà riferimento al socio o all'azionista, pur nella consapevolezza che i soggetti cui è rivolta la norma vadano individuati ai sensi dell'art. 83-*sexies* del t.u.f. e delle ulteriori disposizioni concernenti la legittimazione al voto.

¹⁷ La competenza a derogare alla previsione di legge spetta, dunque, all'assemblea straordinaria ex art. 2365, primo comma, c.c. Essendo una modifica statutaria concernente la modifica di una facoltà, la competenza non può essere delegata all'organo amministrativo, anche laddove lo statuto gli attribuisca la competenza all'adeguamento dello statuto a disposizioni normative ai sensi dell'art. 2365, secondo comma, cc., trattandosi di modifica non obbligatoria. Sul punto v. A. BUSANI, *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, in *Società*, 2010, 853; N. SOLDATI, (nt. 14), 1036; D. MAGNO, (nt. 14), 1849. Rilevano che l'ipotesi degli adeguamenti statuari a disposizioni normative va intesa in senso restrittivo e, dunque, «escludendo che il consiglio di amministrazione possa adottare modifiche diverse da quelle di mero adattamento a norme imperative introdotte successivamente alla costituzione della società, e sempre che tale adattamento non comporti una pluralità di opzioni sostanziali a disposizione dell'autonomia statutaria, nel qual caso la decisione dovrà essere invece rimessa alla valutazione dell'assemblea», M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379 ter*, Milano, Giuffrè, 2016, 78-79. Sul punto v. *infra*, nt. 36, in relazione alla disciplina emergenziale.

spetti, nel modello legale (o di *default*) al consiglio di amministrazione. Un'indicazione in tal senso, per vero non decisiva, può ricavarsi dall'art. 125-*bis* del t.u.f., il quale dispone che nell'avviso di convocazione dell'assemblea siano indicate l'identità del rappresentante designato dalla società e le modalità e i tempi per il conferimento delle deleghe di voto. Il fatto che la redazione dell'avviso di convocazione sia di competenza dell'organo amministrativo potrebbe infatti indurre a ritenere che, almeno in assenza di diverse indicazioni, a questi spetti la designazione del rappresentante.

Tuttavia, non si può escludere che tale competenza possa statutariamente spettare all'assemblea¹⁸, salvo poi dover immaginare il meccanismo attraverso cui quest'ultima procederà alla nomina. Una siffatta clausola statutaria, pur teoricamente possibile, creerebbe non poche difficoltà. Posto infatti che il testo dell'art. 135-*undecies* prevede la designazione del rappresentante per ciascuna assemblea, ancorché valida anche per le convocazioni successive alla prima, ciò imporrebbe di adottare una deliberazione apposita di volta in volta, con la conseguenza che la nomina del rappresentante dovrebbe essere prevista nell'ordine del giorno di ciascuna assemblea per quella successiva. Ma, al di là dell'assemblea annuale obbligatoria, non è possibile stabilire con esattezza quale sarà, quando si terrà l'assemblea successiva e quale ne sarà l'oggetto. Si creerebbe, insomma, un sistema rigido, che non sarebbe in grado di tenere in considerazione la diversità della tipologia di assemblea, delle materie trattate o anche la tipologia di azionariato, che nel frattempo potrebbe essersi sensibilmente modificato.

In questo contesto, va altresì sottolineato che, nell'ambito dell'ampia autonomia statutaria concessa alla società, è possibile che si circoscriva la nomina del rappresentante ad alcune tipologie di assemblea (ad esempio per quella ordinaria), escludendola per altre, o, ancora, che venga prevista per assemblee con uno specifico ordine del giorno¹⁹, così complicando ulteriormente il quadro.

In buona sostanza, la designazione da parte dell'organo amministrativo sembra rispondere ad esigenze di semplificazione, flessibilità e maggior speditezza dell'attività sociale²⁰. Ed è probabilmente per questo che, immaginando

¹⁸ C. PASQUARIELLO, (nt. 14), 589.

¹⁹ A. BUSANI, (nt. 14), 307.

²⁰ In questo senso, si può leggere anche l'eliminazione nel testo definitivo del d.lgs. n. 91/2012 della previsione che conteneva il divieto di delegare statutariamente agli amministratori la scelta se nominare o meno un rappresentante designato: A. ZANARDO, *Shareholders' rights: qualche considerazione a margine dei recenti interventi normativi, con uno sguardo*

che la nomina del rappresentante designato sia sostanzialmente espressione della maggioranza²¹, la norma prevede che la delega debba essere munita di istruzioni di voto, su tutte o solo su alcune materie da trattare, e che, laddove manchino istruzioni per alcune di esse, la delega abbia effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite le istruzioni²².

D'altronde, ed è questione connessa alla precedente, tale disciplina, sulla cui rigidità si tornerà più avanti, sembra giustificata anche dall'ulteriore fatto che non si prevede il possesso di specifici requisiti in capo al rappresentante, né è previsto che un'eventuale situazione di conflitto di interessi possa impedire il conferimento della delega.

Ancora una volta il dato normativo osserva un silenzio foriero di interrogativi quando l'art. 135-*undecies* si limita a individuare il rappresentante designato come un "soggetto", un termine apertamente polisemico e, per di più, privo di ulteriori qualificazioni. Ciò ha prestato il fianco alle più disparate interpretazioni, probabilmente molto distanti dall'intenzione del legislatore. È stato così osservato che la funzione potrebbe essere assegnata sia ad una persona fisica che ad una persona giuridica e che, in quest'ultimo caso, si applicherebbe l'art. 2372, quarto comma, c.c.²³. Inoltre, sebbene la questione sia

all'ordinamento dell'Unione europea, in *Ricerche giuridiche*, 2013, 627; C. PASQUARIELLO, (nt. 14), 590. Cfr. inoltre, ASSONIME, (nt. 4), 58, la quale osserva che «la scelta sulla nomina del rappresentante può essere influenzata da differenti fattori, quali ad esempio la tipologia di assemblea (annuale di approvazione del bilancio, altre assemblee ordinarie, assemblee straordinarie) o di azionariato, che possono variare nel tempo. La flessibilità per le società appare poi tanto più necessaria se si considera che la disciplina in materia di rappresentante designato può essere applicata anche alle assemblee degli azionisti di risparmio, alle assemblee speciali e alle assemblee degli obbligazionisti».

²¹ Sul punto, v. F. ACCETTELLA, (nt. 14), 318; V. DI CATALDO, *La tutela dei soci nella s.p.a. dieci anni dopo la riforma del diritto societario*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario dieci anni dopo*, Milano, Giuffrè, 2015, 199 s.; G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *RDS*, 2011, 10; P. LUCANTONI, *Il voto in assemblea*, Torino, Giappichelli, 2012, 154; R. SACCHI, (nt. 3), 53. Va peraltro osservato che le medesime preoccupazioni si porrebbero, in fondo, anche nel caso in cui si ritenesse di assegnare la relativa competenza all'assemblea, altrettanto destinata ad esprimere un rappresentante gradito o, almeno, non sgradito, alla maggioranza.

²² Il terzo comma dell'art. 135-*undecies* t.u.f., disciplinando l'incidenza delle deleghe rilasciate al rappresentante designato, stabilisce che le azioni per le quali è stata conferita la delega sono computate ai fini del calcolo del quorum costitutivo, anche ove la delega sia parziale. Quanto al quorum deliberativo, ove non siano conferite istruzioni di voto, le azioni non sono invece computate, tanto ai fini della maggioranza, quanto ai fini della quota di capitale richiesta per l'approvazione. Sul punto v. L. SCHIUMA, (nt. 14), 4052.

²³ D. MAGNO, (nt. 14), 1849; C. PASQUARIELLO, (nt. 14), 590.

dubbia, si ipotizza che possano essere contestualmente o successivamente nominati più soggetti, con poteri disgiunti o congiunti²⁴.

In realtà, sebbene non siano previsti requisiti di professionalità o di indipendenza, talune indicazioni possono essere tratte dalla lettura di alcune disposizioni.

Non può anzitutto dubitarsi che il rappresentante designato debba essere dotato di quelle competenze che gli permettano di organizzare e gestire il flusso di deleghe e che, stando a quanto disposto dall'art. 135-*undecies*, quarto comma, debba essere in grado di garantire il mantenimento della segretezza sulle istruzioni di voto ricevute²⁵. Né può seriamente dubitarsi del fatto che questi debba avere una dimestichezza con il diritto societario atta quanto meno a comprendere e valutare lo svolgimento dei lavori assembleari e delle votazioni.

Ciò porta a concludere, da un lato, che potrebbe trattarsi di un professionista o di una società che svolga professionalmente tale servizio e, dall'altro, che il rappresentante dovrà dotarsi di adeguate misure organizzative, idonee a mantenere la prescritta riservatezza sulle istruzioni ricevute.

Da tali indicazioni normative, unitamente a quelle concernenti la possibilità di esercitare il voto in modo difforme dalle istruzioni ricevute, si evince che, nonostante il silenzio della norma, il rappresentante designato debba possedere un adeguato livello di professionalità. A maggior ragione, sarebbe impensabile il conferimento dell'incarico ad un soggetto avente la sola capacità di intendere e di volere, così come previsto dall'art. 1389, primo comma, c.c.; la fattispecie non si attaglierebbe ad un rappresentante avente sì complesse funzioni.

²⁴ A. BUSANI, (nt. 14), 308. Sul punto si è osservato che l'art. 135-*undecies* non sembra precludere la possibilità di nominare una pluralità di rappresentanti designati e che non è determinante la limitazione contenuta nell'art. 135-*novies* a mente del quale colui che è legittimato ad esercitare il voto può nominare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, poiché tale limitazione opera nei confronti dell'azionista che conferisce la delega e non nei confronti della società designante (N. SOLDATI, *sub* art. 135-*decies*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, (nt. 14), 1038). Del resto, la nomina di una pluralità di soggetti è giustificabile alla luce della complessità della situazione che il rappresentante designato può trovarsi a dover gestire. Potrebbero, dunque, ipotizzarsi anche nomine effettuate in tempi diversi, fermo restando il limite derivante dall'art. 125-*bis* del t.u.f., ove si prevede che nell'avviso di convocazione dell'assemblea sia indicata la procedura per il conferimento delle deleghe al soggetto designato dalla società *ex* art. 135-*undecies*.

²⁵ Salva la possibilità di comunicarle a propri ausiliari o dipendenti per lo svolgimento dell'incarico, sui quali graverà poi il medesimo obbligo: v. art. 135-*undecies*, quarto comma, t.u.f.

4. (segue). *Le istruzioni di voto.*

Si è già detto che la tutela dei soci che vogliono avvalersi dell'istituto è affidata ad una puntuale disciplina relativa alle istruzioni di voto e al conflitto di interessi.

Nel primo senso, l'art. 135-*undecies* stabilisce che la delega debba essere conferita mediante un modulo, il cui contenuto è disciplinato dal Regolamento emittenti e, in particolare, dal suo Allegato 5A. Il predetto modulo prevede siano impartite istruzioni al rappresentante.

Al rappresentante designato non possono quindi essere conferite deleghe senza istruzioni di voto ed egli è tenuto ad esprimere il voto nel senso indicato dal socio; sono però fatti salvi i casi, normativamente previsti, in cui può discostarsene. Il Regolamento emittenti, in particolare, disciplina due ipotesi. La prima, similmente all'art. 1711, secondo comma, c.c., che disciplina il mandato, prevede che il rappresentante possa eccezionalmente manifestare un voto difforme rispetto alle istruzioni ricevute allorché si verificano circostanze di rilievo, ignote al momento del rilascio della delega e che non possano essere comunicate al rappresentato, tali da far ritenere che, se questi le avesse conosciute, avrebbe dato la sua approvazione. La seconda ipotesi riguarda il caso di modifiche o integrazioni delle proposte di deliberazione. Tuttavia, in entrambi i casi, il rappresentante deve essere espressamente autorizzato dal socio all'atto del conferimento della delega a votare in modo difforme (art. 134, secondo comma, Reg. emittenti).

Quanto al conflitto d'interessi, il rappresentante designato ben potrebbe avere un interesse, per conto proprio o di terzi, rispetto all'esito delle votazioni sulle proposte di delibera all'ordine del giorno, come si evince chiaramente dalla disposizione contenuta nel quarto comma. La norma, in questo caso, dispone solo un obbligo di *disclosure* a carico del rappresentante, mentre non impone l'astensione dal voto rispetto alla deliberazione in cui egli abbia un interesse. Tuttavia, il ricorrere di un simile interesse si riflette sulla possibilità per il rappresentante designato di votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute. Infatti, l'art. 134 del Regolamento emittenti vieta al rappresentante che versi in una situazione di conflitto rientrante tra quelle menzionate dall'art. 135-*decies* del t.u.f. di discostarsi dalle istruzioni ricevute²⁶.

²⁶ Precisamente, l'art. 135-*decies*, primo comma del t.u.f. esclude l'applicazione dell'art. 1711, secondo comma, c.c. Inoltre, in questi casi, il rappresentante designato dovrà dichiarare in assemblea: «a) il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute ovvero, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra asten-

Come noto, la disciplina del conflitto di interessi del rappresentante è stata introdotta nel t.u.f. in sede di recepimento della SHRD poiché nelle s.p.a. quotate non vige il divieto, previsto dall'art. 2372, quinto comma, c.c., di conferire la rappresentanza a soggetti versanti in situazioni che potrebbero ostare ad un disinteressato adempimento. La scelta, derivante dalle logiche perseguire dalla SHRD²⁷, è quella di espandere quanto più possibile le possibilità di voto indiretto e, dunque, di non precludere il conferimento delle deleghe di voto anche a soggetti che si ritengono portatori di un interesse in possibile conflitto con quello del socio, ma di circondare la fattispecie da presidi volti ad elidere il rischio che la situazione possa andare a danno del socio.

In punto di istruzioni di voto, per altro, vi sono alcune “zone grigie” che la disciplina non prende esplicitamente in considerazione. Ad esempio, i casi di deliberazioni tecniche riguardanti lo svolgimento dell'assemblea²⁸ o di deliberazioni su materie accessorie e consequenziali a quelle poste all'ordine del giorno²⁹. Mentre per le prime non sembrano porsi particolari problemi, poiché

sioni, voti contrari e voti favorevoli; b) le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni» (art. 134, terzo comma, Reg. emittenti). Va sottolineato che, pur non applicandosi i limiti soggettivi di cui all'art. 2372, quinto comma, c.c., le ipotesi in cui vi è una presunzione assoluta della sussistenza di un conflitto di interessi si presentano più ampie, anche considerando che l'elencazione contenuta nell'art. 135-*decies*, secondo comma, t.u.f. si ritiene non esaustiva (N. SOLDATI, (nt. 24), 1035; A. DI VILIO, *sub* art. 135-*decies*, in *Il testo unico della finanza*, (nt. 14), 1847).

²⁷ Esplicito, in tal senso, l'art. 10, primo comma, della SHRD: «A parte il requisito che il rappresentante abbia capacità giuridica, gli Stati membri abrogano le norme giuridiche che limitano, o consentono alle società di limitare, l'idoneità di persone a essere designate come rappresentanti».

²⁸ Sulla limitata ammissibilità dell'assunzione di tali deliberazioni, anche se non iscritte all'ordine del giorno, v. la Massima H.B.18 del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie: «Non richiedono, obbligatoriamente, la previa indicazione nell'avviso di convocazione le deliberazioni adottate su argomenti inerenti al mero svolgimento della riunione assembleare, quali – ad esempio – la nomina del presidente, ove necessario, la determinazione della durata degli interventi o il sistema di votazione».

²⁹ Come noto, la legittimità di tali delibere, pur nell'assenza di una loro esplicita indicazione nell'ordine del giorno, è generalmente ammessa dalla giurisprudenza e dalla dottrina. Per la prima v. Cass. civ., sez. I, 27 giugno 2006, n. 14814, in *Società*, 2006, 1382; Cass. civ., sez. I, 5 novembre 2004, n. 21232, in *Società*, 2005, 338 ss., con nota di C.M. DI BITONTO, «*Sintetici- tà*» dell'ordine del giorno e relative eccezioni nella s.p.a. «chiusa»; Trib. Mantova, 16 gennaio 2003, in *Società*, 2003, 1133 ss., con nota di G. ZAGRA, *Requisiti di validità dell'ordine del giorno di assemblea di società di capitali*; Trib. Roma, 27 aprile 1998, in *Società*, 1998, 1442 ss., con nota di R. AMBROSINI, *Rinuncia all'ufficio di sindaco di società e prorogatio nella carica*; Trib. Milano, 29 gennaio 1998, in *Giur. it.*, 1998, 2114. Si veda, inoltre, la Massima H.B.19 del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, secondo la quale

attengono allo svolgimento dei lavori assembleari, per le seconde la questione è più complessa. Infatti, è necessario considerare se possano rientrare nell'ipotesi di quelle «integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea» nelle quali il rappresentante può essere autorizzato ad esprimere il voto in assenza di istruzioni, oppure se il rappresentante debba astenersi dal voto³⁰. Va rilevato che, da un lato e a rigore, si tratta di casi in cui le istruzioni mancheranno del tutto, non potendosi parlare di integrazione della proposta ma, piuttosto, di una proposta diversa anche se connessa e che, dall'altro, la rilevanza pratica di tali ipotesi appare circoscritta, posto che la giurisprudenza riconosce raramente la legittimità di deliberazioni consequenziali e accessorie³¹; per altro, dall'esame della casistica si evince la difficoltà di enu-

«L'indicazione di un dato argomento nell'ordine del giorno consente legittimamente la discussione e l'adozione da parte dell'assemblea delle deliberazioni ad esso consequenziali od accessorie. Ad esempio, sono da considerarsi consequenziali od accessorie: la delibera di distribuzione degli utili e/o di destinazione a riserva dei medesimi, adottata in sede di approvazione del bilancio; a delibera di nomina dei liquidatori, adottata in sede di decisione di anticipato scioglimento». In dottrina, si vedano G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. VASSALLI, Torino, Utet, 1971, 419 s.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale. Le società*¹⁰, Torino, Utet giuridica, 2020, 312; F. FERRARA jr., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*¹⁵, Milano, Giuffrè, 2011, 480 s.; F. GALGANO, (nt. 11), 204; A. SERRA, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni*, (nt. 7), 3*, 108 s.; A. TUCCI, *La convocazione*, in R. LENER, A. TUCCI, *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2012, 81.

³⁰ Un caso particolare è quello della deliberazione concernente la responsabilità degli amministratori che può essere adottata ai sensi dell'art. 2393, secondo comma, c.c.: l'Allegato 5A del Reg. emittenti, il quale contiene il modello per il conferimento della delega al rappresentante designato, la prevede espressamente. Si noti che lo stesso Reg. emittenti, nel disciplinare le facoltà del rappresentante designato, ammette esplicitamente che egli possa anche esercitare il voto in assenza di istruzioni: l'art. 134, secondo comma, infatti, impone al rappresentante designato di dichiarare in assemblea «a) il numero di voti espressi in modo difforme dalle istruzioni ricevute ovvero, nel caso di integrazioni delle proposte di deliberazione sottoposte all'assemblea, espressi in assenza di istruzioni, rispetto al numero complessivo dei voti esercitati, distinguendo tra astensioni, voti contrari e voti favorevoli; b) le motivazioni del voto espresso in modo difforme dalle istruzioni ricevute o in assenza di istruzioni».

³¹ Ad esempio, si è escluso avesse natura consequenziale il conferimento di mandato agli amministratori per l'esercizio di azioni risarcitorie verso terzi, in relazione ad un ordine del giorno che prevedeva l'"esame della situazione aziendale; provvedimenti conseguenti" (Cass. civ., sez. I, 5 novembre 2004, n. 21232, (nt. 29), 338 ss.). Ancora, si è ritenuto che non potesse ritenersi consequenziale la delibera con la quale si autorizzavano gli amministratori all'acquisto di azioni proprie rispetto a quella di approvazione del bilancio (Cass. civ., sez. I, 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Società*, 1996, 519 ss., con nota di B. IANNIELLO; in *Notariato*, 1996, 322 ss., con nota di E. PAPPÀ MONTEFORTE). Di contro, si è stabilito che fosse logicamente connessa la deliberazione di scioglimento anticipato della società con l'argomento, po-

clearare un criterio univoco attraverso cui individuarle, sicché la valutazione viene compiuta caso per caso³².

Ad ogni buon conto, alla luce della *ratio* della complessiva disciplina sul rappresentante designato e, in particolare, di quella sulle istruzioni di voto, pare preferibile ritenere che la fattispecie rientri tra le ipotesi in cui mancano le istruzioni di voto e che la delega non abbia dunque effetto.

5. La regolazione nella disciplina emergenziale.

Come noto, il d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. decreto “Cura Italia”) aveva introdotto una serie di disposizioni atte ad agevolare la tenuta delle assemblee di alcuni tipi di società.

Anzitutto, concedendo, con l’art. 106, alle società di avvalersi di un termine più lungo rispetto a quello previsto dall’art. 2364, secondo comma, c.c. e pari a 180 giorni dalla chiusura dell’esercizio, per la convocazione dell’assemblea annuale che approva il bilancio d’esercizio. In secondo luogo, ampliando le possibilità di ricorrere a tutti quegli strumenti, già previsti dal diritto societario, che facilitano l’intervento e l’esercizio del diritto di voto in sede assembleare³³.

Nell’ambito di tali strumenti, poi, un primo insieme di disposizioni concerneva la possibilità per le società di capitali e le società cooperative di prevedere, nell’avviso di convocazione, l’espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l’intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunica-

sto all’ordine del giorno, relativo all’adozione dei provvedimenti relativi alle perdite ex artt. 2446 ss. c.c. (Trib. Milano, 29 gennaio 1998, (nt. 29), 2114). Si veda la rassegna offerta da G. NICCOLINI, *L’ordine del giorno dell’assemblea di società*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 668 ss.

³² A. SERRA, (nt. 29), 108 s.

³³ In generale, sulla legislazione emergenziale riguardante le assemblee, v. A. BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo il COVID-19*, in *Società*, 2020, 393 ss.; M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell’emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di M. IRRERA, Torino, Rea-Centro studi d’impresa, 2020, 62 ss.; G.P. LA SALA, *L’assemblea telematica nelle società di capitali e le decisioni a distanza extrassembleari*, in *RDS*, 2021, 260 ss.; C. MARCHETTI, M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell’assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 428 ss.; L. SCHIUMA, *L’assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid-19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 419 ss.; D. STANZIONE, *L’assemblea virtuale nelle società di capitali: tra norme emergenziali, disciplina codicistica e margini dell’autonomia privata*, in questa *Rivista*, 2021, 971 ss.

zione, anche se non contemplati dallo statuto³⁴. Alle stesse società è stato anche consentito di tenere le assemblee unicamente mediante mezzi di telecomunicazione, accompagnati dalle solite precauzioni; dovendo garantire «l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2370, quarto comma, 2479-bis, quarto comma, e 2538, sesto comma, codice civile senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio». Per quanto concerne le società a responsabilità limitata, la deroga alle norme di legge e, eventualmente, alle clausole statutarie, poteva

³⁴ Secondo quanto stabilito dall'art. 2370, quarto comma, c.c., la possibilità di avvalersi di tali strumenti presuppone un'apposita clausola di *opt-in* statutaria. Sul punto, tuttavia, la Massima H.B.39 contenuta negli Orientamenti Societari del Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie afferma che «nelle società per azioni chiuse, anche in assenza di una specifica previsione statutaria, deve ritenersi possibile l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, a condizione che siano in concreto rispettati i principi del metodo collegiale», la quale sembrerebbe confermare l'opinione dottrinale secondo cui lo statuto non dovrebbe autorizzare l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, bensì disciplinarlo. Sul punto va rilevato che una dottrina minoritaria si è espressa nel senso che l'art. 2370 c.c. dovrebbe interpretarsi nel senso che lo statuto non dovrebbe tanto autorizzare quanto disciplinare l'intervento in assemblea con mezzi di telecomunicazione: C.A. BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da E. PICOZZA, E. GABRIELLI, IV, Padova, Cedam, 2008, 601. Secondo altra dottrina la clausola avrebbe invece natura autorizzatoria: ASSONIME, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive. Note e Studi Assonime n. 2 del 4 marzo 2022*, in *Riv. soc.*, 2022, 244; M. IRRERA, (nt. 33), 66; C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 33), 432; G.A. RESCIO, *Il sovrano in esilio*, in *CNN, Studi e materiali*, 2004, suppl. fasc. 1, 379. Sul punto, di recente, cfr. anche A.M. LUCIANO, *Riunione assembleare e diritto d'intervento*, Milano, Giuffrè Francis LeFebvre, 2022, 94 ss.: secondo l'A. l'intervento a distanza è possibile anche in assenza di una disposizione statutaria che lo preveda espressamente, purché gli strumenti utilizzati assicurino, oltre all'identificabilità degli intervenienti, il pieno esercizio delle prerogative che gli spettano (intervento a distanza cd. pieno). Di contro, sempre secondo il medesimo A., la clausola statutaria di cui all'art. 2370, quarto comma, c.c., sarebbe necessaria laddove tali strumenti non permettano l'integrale esercizio delle prerogative che spettano a coloro che sono legittimati ad intervenire in assemblea (intervento a distanza cd. limitato).

In tema di intervento mediante mezzi di telecomunicazione ed espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica ci si limita a rinviare a C. SANDEI, *Organizzazione societaria e Information Technology*, Padova, Cleup, 2010, *passim*; nonché a M. STELLA RICHTER jr., *sub art. 2370*, in *Le società per azioni*, (nt. 14), I, 936 ss. e all'ampia bibliografia ivi citata. In particolare, in tema di svolgimento dell'assemblea attraverso mezzi di telecomunicazione anche nella prospettiva della legislazione emergenziale, v. ASSONIME, (nt. 34), 227 ss. Per altro, gli strumenti menzionati sono estremamente diversi tra loro, posto che l'intervento mediante mezzi di telecomunicazione postula comunque un voto esercitato sì a distanza ma contestualmente alla riunione (attraverso un mezzo telematico), mentre il voto espresso per corrispondenza o in via elettronica è un voto esercitato a distanza e non contestualmente rispetto alla riunione.

anche riguardare le modalità di votazione, ossia il ricorso agli strumenti della consultazione o del consenso espresso per iscritto³⁵.

Una seconda disposizione, anch'essa riguardante la possibilità di avvalersi in termini più ampi di uno strumento già noto al diritto societario, aveva ad oggetto proprio l'istituto del rappresentante designato. In particolare, l'art. 106 del decreto Cura Italia disponeva che con l'avviso di convocazione delle assemblee di società con azioni quotate in un mercato regolamentato, società ammesse alla negoziazione in un sistema multilaterale e società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, nonché banche popolari, banche di credito cooperativo, società cooperative e mutue assicuratrici, potesse prevedersi l'uso del rappresentante designato, anche in via esclusiva e in deroga ad eventuali disposizioni statutarie contrarie, al fine di agevolare l'intervento dei soci in assemblea³⁶.

Tale compendio di disposizioni, prorogato più volte e, da ultimo, con il d.l. n. 228 del 30 dicembre 2021, sino al 31 luglio 2022, non è più in vigore. Tuttavia, vale la pena riflettere su taluni aspetti di quella disciplina, anche alla luce dell'impiego fattovi dalla quasi totalità delle società quotate³⁷.

³⁵ Su tali meccanismi decisionali, si vedano, *ex multis*, G. IERMANO, *I metodi del «consenso scritto» e della «consultazione»*, in AA.VV., *S.r.l. commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, Milano, Giuffrè, 2011, 805 ss.; M. NOTARI, *Le decisioni dei soci: decisioni non assembleari*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, II, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 1389 ss.; G. ZANARONE, *Delle società a responsabilità limitata. Artt. 2475-2483*, II, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2010, 1271 ss.

³⁶ Nelle società quotate, un profilo di criticità sottolineato a riguardo è stato il superamento dell'eventuale clausola statutaria di *opt-out*, con la quale si sia esclusa la designazione del rappresentante o, per le società cooperative, la scelta di escludere la facoltà per il socio di farsi rappresentare. Da tale deroga è discesa quella che è parsa «una profonda alterazione del sistema e della gerarchia delle disposizioni chiamate a regolare il funzionamento degli organi sociali», consentendo ad un atto dell'organo amministrativo di porsi in una posizione sovraordinata rispetto allo statuto (M. STELLA RICHTER jr., *La collegialità nelle società di capitali al tempo della pandemia*, in *Giustiziacivile.com*, 2020, 5-6). Come noto, infatti, le modifiche dello statuto costituiscono prerogativa dell'assemblea straordinaria, trovando giustificazione nel fatto che esse comportano una variazione degli elementi essenziali del contratto sociale (G. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, 6*, (nt. 7), 1993, 36 s.; M. NOTARI, *sub art. 2436*, in *Le società per azioni*, (nt. 14), II, 2483). Lo statuto si pone, infatti, come una sorta di «carta costituzionale» della società e le sue modifiche sono soggette ad una decisione dell'organo assembleare, rispondendo al principio secondo il quale le modificazioni dell'originario contratto sociale cui i soci si sono vincolati devono passare attraverso il vaglio dei soci stessi, con le maggioranze e secondo il procedimento previsti per le modificazioni dello statuto.

³⁷ ASSONIME, *Le prassi delle società quotate nella stagione assembleare 2020*, 1, <https://>

Infatti, durante la fase emergenziale il ricorso al rappresentante designato è apparso uno strumento utile al superamento dei problemi causati dalla pandemia poiché, a differenza dello svolgimento dell'assemblea attraverso mezzi di telecomunicazione, si tratta di un'opzione meno costosa e più agevole da percorrere, non ponendo quei problemi che potrebbero derivare da inefficienze tecniche. Il suo diffuso impiego dimostra che l'istituto potrebbe essere in futuro oggetto di una più vasta utilizzazione, così favorendo una più ampia partecipazione, seppur indiretta, alle assemblee.

Un simile maggior impiego può così trovare un "banco di prova" nell'esperienza ereditata con l'applicazione della disciplina emergenziale, ove l'ampio spazio di manovra concesso alle società ha posto non poche criticità, tanto in relazione alla normativa delle s.p.a. quotate, quanto a quella delle

www.assonime.it/Stampa/Documents/monitoraggio%20assemblee%202020.pdf. Si veda anche CONSOB, *Relazione per l'anno 2020*, marzo 2021, ove si osserva che «In materia di governo societario, la CONSOB ha fornito chiarimenti in ordine all'interpretazione delle misure introdotte dall'art. 106 del d.l. n. 17/2020 (cosiddetto decreto "Cura Italia"), il quale ha permesso, limitatamente al periodo emergenziale, la partecipazione a distanza degli azionisti nelle assemblee attraverso, alternativamente, l'esercizio del voto elettronico o per corrispondenza, il ricorso alla delega al Rappresentante designato, il ricorso a mezzi di telecomunicazione anche in deroga alle previsioni statutarie. L'Istituto ha verificato le modalità di svolgimento delle assemblee societarie, appurando che nel 92% delle assemblee tenutesi dopo l'entrata in vigore del Decreto gli azionisti hanno conferito una delega in via esclusiva al Rappresentante designato, mentre hanno utilizzato solo in via residuale gli strumenti del voto a distanza. In nessun caso, l'assemblea si è tenuta esclusivamente mediante strumenti di partecipazione elettronica» (ivi, 29-30). Risultano conformi anche i dati per l'anno 2021, come rilevato dalla stessa CONSOB nella *Relazione per l'anno 2021*, marzo 2022: «In linea con l'anno precedente, nella quasi totalità delle assemblee (95% dei casi) gli azionisti hanno conferito una delega in via esclusiva al rappresentante designato, utilizzando solo in via residuale gli strumenti del voto a distanza» (ivi, 32).

La preferenza della gran parte delle società italiane per il ricorso in via esclusiva al rappresentante designato è stata dettata anche dalla variabile rappresentata dall'ampiezza della compagine sociale nonché da una diffidenza nei confronti dell'utilizzo di strumenti informatici da parte delle società stesse. Più in generale, come rilevato in dottrina, lo scarso utilizzo dei mezzi di telecomunicazione nelle assemblee va anche imputato ad un atteggiamento «agnostico» del legislatore, il quale, «trascurando ogni profilo disciplinare della partecipazione a distanza e, soprattutto, i suoi impatti sistematici e ogni esigenza quindi di protezione contro le incognite correlate all'implementazione delle scelte di *opt-in* degli emittenti, si è tradotto nell'assenza di alcuna adeguata struttura di incentivi e ha verosimilmente contribuito ad alimentare le tendenze conservazioniste manifestate dall'autonomia privata»: G. BALP, *Società quotate e partecipazione all'assemblea: per una maggiore apertura all'intervento e al voto a distanza*, in *Riv. soc.*, 2022, 189 ss. Cfr. anche E. PEDERZINI, *L'assemblea telematica di società quotate "fra mito e realtà"*, in *Liber amicorum per Massimo Bione*, a cura di L. FOFANI, M.C. FREGNI, R. LAMBERTINI, Milano, Giuffrè, 2011, 483 ss.

diverse tipologie di società alle quali la normativa emergenziale trovava applicazione.

Un primo aspetto sul quale riflettere deriva dall'ambito di applicazione della disciplina del rappresentante designato, che, di regola, concerne le sole s.p.a. quotate (non cooperative) ex art. 119 t.u.f.: il decreto ha ampliato di molto tale ambito, estendendo l'applicazione dell'istituto alle s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e alle società ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione³⁸, comportando il possibile superamento del limite massimo di soci che uno stesso soggetto può rappresentare ai sensi dell'art. 2372, sesto comma, c.c. nell'intento di favorire la più ampia partecipazione possibile ai lavori assembleari.

La disciplina aveva esteso, poi, la facoltà di utilizzare l'istituto del rappresentante designato alle assemblee ordinarie e straordinarie di banche popolari, banche di credito cooperativo, società cooperative e mutue assicuratrici, derogando alle disposizioni legislative o, eventualmente, statutarie, che prevedono limiti numerici e soggettivi all'esercizio della delega di voto³⁹.

³⁸ In realtà l'art. 2-bis, secondo comma, del Regolamento emittenti stabilisce che sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante le società che detengano congiuntamente i requisiti descritti al primo comma e le cui azioni «siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo [...]». Sicché, se le azioni sono negoziate in un MTF sono già considerate società aperte al ricorrere del superamento dei limiti previsti dal primo comma. Per dare un senso all'inciso, dunque, paiono doversi considerare tutte le società che hanno azioni negoziate in un MTF, a prescindere dal superamento dei suddetti limiti, altrimenti essa consisterebbe in un'inutile ripetizione. Sui confini della categoria delle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante v. M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1251 ss.

³⁹ Come noto, nelle società cooperative le deleghe possono essere attribuite solo ad un altro socio al quale non possono essere attribuite più di dieci deleghe, salvo che lo statuto non escluda del tutto la possibilità di ricorrere alla rappresentanza (art. 2372, primo comma, c.c.). Mentre per le banche di credito cooperativo resta fermo il limite stabilito dall'art. 2539, primo comma, c.c., per le banche popolari il t.u.b. detta una disciplina più permissiva, concedendo all'autonomia statutaria di fissare il numero di deleghe attribuibili al rappresentante tra un minimo di dieci ed un massimo di venti (art. 150-bis, comma 2-bis, t.u.b.). Va per altro rilevato che lo statuto-tipo redatto da Federcasse e approvato dalla Banca d'Italia stabilisce che ogni socio non può ricevere più di tre deleghe o, in alternativa, che possa essere previsto che ogni socio possa ricevere non più di una delega in caso di assemblea ordinaria e non più di tre in caso di assemblea straordinaria: M. BODELLINI, *sub* art. 2539, in *Codice civile commentato*, a cura di M. FRANZONI, R. ROLLI, II, Torino, Giappichelli, 2018, 4027.

Sulla disciplina emergenziale nell'ambito dello svolgimento delle assemblee nelle società cooperative v. P.L. MORARA, *La partecipazione dei soci alla prova dell'emergenza sanitaria. Il caso delle cooperative*, in *AGE*, 2020, 645 ss.; ID., *Svolgimento delle assemblee cooperative*

Si tratta di una deroga affatto banale. È noto, infatti, che la disciplina della rappresentanza nelle società cooperative mira a favorire la partecipazione, anche indiretta, ai lavori assembleari, ma senza scalfire il principio del voto capitolario, evitando così situazioni in cui un socio possa raccogliere un numero così rilevante di deleghe da acquisire un sostanziale controllo⁴⁰.

In tutti questi casi, il rappresentante designato poteva essere utilizzato dalla società – anche in via esclusiva – così superando i diversi limiti appena richiamati. Tuttavia, con riguardo alle società cooperative, alle banche di credito cooperativo e alle banche popolari, e a prescindere che il ricorso a tale istituto fosse previsto in via esclusiva o meno, il decreto sanciva la inapplicabilità del quinto comma dell'art. 135-*undecies* t.u.f., ovvero la possibilità per il rappresentante designato di votare in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute⁴¹.

L'estensione del perimetro applicativo della normativa a tali tipi di società suggerisce che il ricorso al rappresentante designato possa essere opportuno soprattutto quando la base sociale è piuttosto ampia; contesti in cui pare una soluzione efficiente estendere le possibilità per il socio di partecipare anche in via indiretta alle assemblee. Di contro, più si ampliano queste possibilità, maggiori divengono anche le preoccupazioni che la rappresentanza possa essere strumentalmente sfruttata per imprimere al voto una certa direzione; circostanza che, a sua volta, giustifica quantomeno l'irrigidimento della disciplina riguardante le istruzioni di voto.

Da questo punto di vista, sembra utile richiamare un'ulteriore disposizione, particolarmente rilevante, introdotta dal decreto Cura Italia ma limitata alle sole s.p.a. quotate, alle società aperte e alle società le cui azioni siano ammesse alla negoziazione su un MTF. La disciplina emergenziale prevedeva che potessero essere conferite deleghe o sub-deleghe al rappresentante designato ai

e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato, in Società, 2020, 544 ss.

⁴⁰ Sulle ragioni sottese alla disciplina in tema di rappresentanza nelle società cooperative si vedano: G. BONFANTE, *La società cooperativa*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, Cedam, 2014, 318 ss.; V. BUONOCORE, *Diritto della cooperazione*, Bologna, Il Mulino, 1997, 152; E. CUSA, *sub art. 2539*, in *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza. Artt. 2511-2574*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, Utet giuridica, 2014, 353 s.; M.C. TATARANO, *La nuova impresa cooperativa*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 2011, 442 ss.

⁴¹ Ciò conferma che il nodo centrale dell'istituto risiede nel grado di vincolatività delle istruzioni di voto e la conseguente necessità di indagare quali siano le conseguenze della loro violazione.

sensi dell'art. 135-*novies*, il quale regola la rappresentanza volontaria, fenomeno notoriamente caratterizzato dal fatto che è il rappresentato a scegliere il soggetto rappresentante. Tuttavia, sul punto, si derogava espressamente alla disposizione di cui all'art. 135-*undecies*, quarto comma, t.u.f., il quale vieta che al rappresentante designato siano conferite deleghe di voto in contrasto con la disciplina dettata per l'istituto. Sicché, per quanto qui interessa, diveniva possibile conferire una delega al rappresentante designato non munita di istruzioni di voto⁴².

La rimozione dei vincoli previsti dalla disciplina del rappresentante designato sembra sia stata dettata dal fine di consentire una maggiore flessibilità rispetto alla complessa procedura prevista dal t.u.f. Tuttavia, la scelta ha destato non poche perplessità, perché confligge con la *ratio* stessa dell'istituto del rappresentante designato, il quale non è scelto dal socio, ma indicato da un organo che è espressione della maggioranza (se non dalla maggioranza stessa).

Non a caso, vi è chi ha ritenuto che, anche laddove la delega fosse stata attribuita al rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*novies* del t.u.f., non sarebbe venuto meno l'obbligo di rilasciare le istruzioni di voto⁴³. Ma la soluzione desta qualche perplessità. Infatti, pur avendo il pregio di far rientrare la rappresentanza così conferita nei binari della disciplina del rappresentante designato, essa rende del tutto inutile la previsione di cui all'art. 106, quarto comma, ultima parte del decreto, poiché la disciplina dell'art. 135-*novies* e quella dell'art. 135-*undecies* divergono, nei loro tratti sostanziali, proprio in punto di istruzioni di voto⁴⁴.

Al di là delle criticità richiamate, va dato atto che la norma emergenziale ha il pregio di far riflettere su un diverso profilo. Invero, l'obbligatorietà delle istruzioni di voto è prevista in ragione del fatto che, di per sé, la disciplina non

⁴² Appare evidente che, anche laddove la delega fosse rilasciata ai sensi dell'art. 135-*novies*, il delegante potrebbe comunque rilasciare istruzioni di voto.

⁴³ C. MARCHETTI, M. NOTARI, (nt. 33), 451.

⁴⁴ Secondo la Consob, la deroga rispetto all'art. 135-*undecies*, quarto comma del t.u.f. avrebbe avuto ad oggetto soltanto la compilazione e la sottoscrizione dei moduli di delega secondo il contenuto definito dal Regolamento emittenti, ferma restando la necessità di conferire deleghe con istruzioni di voto anche nel caso in cui fossero state conferite deleghe o sub-deleghe ai sensi dell'art. 135-*novies*. Sebbene l'intento fosse certamente meritevole, a rigore, l'art. 135-*undecies*, quarto comma (derogato dalla disciplina emergenziale) non pone simili distinzioni e si limita a vietare che al rappresentante designato possano essere conferite deleghe «se non nel rispetto del presente articolo», richiamando dunque l'applicazione dell'intera disciplina.

garantisce l'indipendenza del rappresentante designato, ammettendo anzi la possibilità che questi si trovi in una situazione in conflitto di interesse.

Nel caso del rappresentante designato, infatti, le criticità derivanti da un meccanismo di nomina che non ne garantisce l'indipendenza sono bilanciate dall'obbligo di impartire istruzioni di voto; ma queste non sono in grado di fornire un'adeguata risposta in ogni situazione, come nei casi richiamati delle delibere consequenziali o accessorie. Un meccanismo poco flessibile che diviene oltremodo rigido nel caso di effettiva o potenziale presenza di un conflitto di interessi, ove la disciplina si concretizza nella assoluta vincolatività delle istruzioni di voto e che non tiene conto del fatto che potrebbero esservi situazioni in cui potrebbe rispondere agli interessi del socio stesso che il rappresentante possa discostarsene.

Fermo restando che l'obbligo delle istruzioni di voto tutela il socio, non pare, in altre parole, che la soluzione più efficiente sia quella di limitare e vincolare così rigidamente l'operato del rappresentante designato. Va infatti considerato che, come si avrà modo di approfondire, la relazione negoziale, pur nelle sue peculiarità, è pur sempre un rapporto che si instaura per volontà del socio e che trova la sua fonte in un vincolo contrattuale, con le conseguenze che ne derivano in punto di rimedi.

Pertanto, non può escludersi a priori che sia talora opportuno lasciare al rappresentante un certo margine di manovra in risposta a particolari evenienze e, al contempo, ricorrere a soluzioni che possano eliminare in radice o almeno ridurre il problema della sussistenza di un conflitto di interessi, ragionando piuttosto sull'introduzione di requisiti di indipendenza e sul profilo della nomina; come potrebbe farsi, ad esempio, affidandola agli amministratori indipendenti o all'organo di controllo della società, potendosi così evitare anche la complessa valutazione *ex post* della presenza o meno di una situazione di conflitto.

6. Cenni all'ordinamento svizzero.

Alcune delle questioni sollevate inducono a confrontarsi con altri ordinamenti. In specie con quello svizzero, che prevede la figura del *représentant indépendant*, sulla cui disciplina merita soffermarsi brevemente, poiché, come suggerisce la stessa denominazione, è connotata dalla previsione di specifici requisiti soggettivi⁴⁵.

⁴⁵ Va rilevato che, come avvenuto nel nostro ordinamento durante l'emergenza causata dal-

Va innanzi tutto rilevato che la figura del *représentant indépendant* veniva inizialmente introdotta con legge federale del 4 ottobre 1991, che, modificando la disciplina delle società anonime contenuta nel *Code des obligations*, prevedeva che la società dovesse designare una persona indipendente alla quale gli azionisti potessero conferire la rappresentanza in occasione dell'assemblea generale; l'obbligo sorgeva, peraltro, solo laddove la stessa società avesse indicato un componente di uno dei suoi organi o un proprio dipendente per la raccolta di deleghe di voto⁴⁶. Il *Code des obligations* non conteneva ulteriori disposizioni disciplinanti la figura e le funzioni del *représentant indépendant*; ferma restando l'applicazione di quella norma generale che prevede esplicitamente che colui che esercita diritti sociali in qualità di rappresentante è tenuto a seguire le istruzioni del rappresentato, senza però pretendere la necessaria indicazione di istruzioni di voto. La disciplina, inizialmente applicabile tanto alle società anonime non quotate quanto a quelle quotate, è

la pandemia da Covid-19, anche il Governo svizzero ha scelto di ampliare il ricorso all'istituto del *représentant indépendant*. Infatti, dapprima con l'*Ordonnance 2 sur les mesures destinées à lutter contre le coronavirus (COVID-19)* del 13 marzo 2020 e poi con l'art. 27 dell'*Ordonnance 3 COVID-19*, del 19 giugno 2020, si è previsto che «L'organisateur d'une assemblée de société peut, quel que soit le nombre prévu de participants et sans respecter le délai de convocation, imposer aux participants d'exercer leurs droits exclusivement: a. par écrit ou sous forme électronique, ou b. par l'intermédiaire d'un représentant indépendant désigné par l'organisateur. Il doit notifier sa décision par écrit ou la publier sous forme électronique au plus tard 4 jours avant l'assemblée». Per quanto concerne l'applicazione della citata disposizione in relazione a diversi temi si può consultare il documento pubblicato dal Governo svizzero in forma di FAQ e, in particolare, le risposte ai quesiti concernenti l'ambito di applicazione della disposizione, nonché i quesiti n. 10 e 12, dalle cui risposte si evince come utilizzare le possibilità offerte dalla disciplina emergenziale a seconda che l'assemblea generale sia stata o meno convocata e la competenza a nominare il rappresentante a seconda dei casi e della circostanza che la società sia quotata o meno: DÉPARTEMENT FÉDÉRAL DE JUSTICE ET POLICE, *FAQ Coronavirus et assemblées générales*, 21 febbraio 2022, <https://www.bj.admin.ch/dam/data/ejpd/aktuell/news/2020/2020-03-06/faq-gv-i.pdf>.

Per una disamina comparatistica sulle soluzioni adottate durante la pandemia nell'ambito del diritto delle imprese da alcuni stati v. OECD, *National corporate governance related initiatives during the Covid-19 crisis*, 28 maggio 2020, <https://www.oecd.org/corporate/National-corporate-governance-related-initiatives-during-the-covid-19-crisis.pdf>, 9 ss.; D.A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, R. CONSIGLIO, M. YEBOAH-SMITH, *Covid-19 Crisis and Company Law – Towards Virtual Shareholder Meetings*, in *Ssrn electronic Journal*, 2020, 10 ss.; M.L. PASSADOR, *Peculiarità e problematiche comparate della legislazione emergenziale*, in *Riv. soc.*, 2020, 679 ss.

⁴⁶ Art. 689c, *Code des obligations*: «Si la société propose aux actionnaires de les faire représenter à une assemblée générale par un membre de ses organes ou par une autre personne dépendant d'elle, elle doit aussi désigner une personne indépendante que les actionnaires puissent charger de les représenter».

stata successivamente differenziata per le seconde. L'*Ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse*, del 20 novembre 2013, introduceva infatti una specifica normativa, applicabile alle sole società anonime quotate in borsa, imponendo la designazione di un rappresentante indipendente e disciplinando svariati profili, quali le modalità di nomina, il conferimento della procura e delle istruzioni di voto e gli obblighi su questo gravanti.

Successivamente, con la legge federale del 19 giugno 2020⁴⁷, la disciplina relativa al rappresentante indipendente è stata parzialmente modificata, senza scalfirne i tratti principali, e riordinata, confluendo interamente nel *Code des obligations*: in tal modo, essa ha assunto un impianto più organico, ferme restando alcune sensibili differenze tra società anonime non quotate e quotate.

Infatti, nel primo caso la società non è tenuta a nominare un rappresentante indipendente, a meno che lo statuto non stabilisca che l'azionista possa farsi rappresentare nell'assemblea generale solo da un altro azionista. In tal caso, il consiglio di amministrazione, su domanda di un socio, dovrà designare un rappresentante indipendente al quale gli azionisti potranno affidare le deleghe di voto. Laddove l'organo di amministrazione non vi provveda, il socio sarà libero di farsi rappresentare da un terzo di sua scelta.

Di tutt'altro tenore risulta la disciplina applicabile alle società con azioni quotate in borsa: in questo caso la nomina è obbligatoria e spetta, come la revoca, all'assemblea generale. Si tratta, peraltro, di una competenza non delegabile *ex art. 698, Code des obligations*. L'incarico dura sino alla successiva assemblea generale, salva la possibilità di rielezione. Nel caso in cui l'assemblea non dia corso alla nomina, questa spetterà al consiglio d'amministrazione che vi dovrà provvedere in vista della successiva assemblea, a meno che lo statuto non preveda diversamente.

Ma al di là delle modalità di nomina, il profilo più rilevante della disciplina risiede, come si è detto, nella particolare attenzione prestata dal legislatore elvetico nell'imporre la necessaria indipendenza del rappresentante. Questa dovrebbe essere assicurata dall'applicazione dei medesimi requisiti già previsti per i soggetti abilitati ad effettuare la revisione dei conti. A differenza del nostro ordinamento, dunque, la presenza di un conflitto di interessi del rappresentante è di norma scongiurata in radice, tramite la previsione stringenti requisiti di indipendenza⁴⁸.

⁴⁷ Tale disciplina entrerà in vigore il 1° gennaio 2023. Nel prosieguo si farà riferimento a questa.

⁴⁸ Art. 689b, *Code des obligations*, il quale dispone che si applichi l'art. 728, cpv. 2-6, se-

Nonostante la previsione di tali requisiti, anche il diritto elvetico riserva attenzione alla vincolatività delle istruzioni di voto, optando per una soluzione che, nel complesso, risulta anche più rigida rispetto a quella scelta dal nostro legislatore. Infatti, l'art. 689b prevede l'obbligo per il rappresentante indipendente di votare secondo le istruzioni ricevute e, laddove queste mancassero, l'obbligo di astenersi dal voto, senza eccezione di sorta.

L'unico temperamento concerne la possibilità di conferire al rappresentante sia una delega che preveda istruzioni di voto su ciascuna proposta di delibera che figura nella convocazione e riguardi gli argomenti all'ordine del giorno, sia istruzioni generali su proposte non specificamente previste ma relative ad argomenti all'ordine del giorno. A quest'ultima ipotesi si affianca quella in cui l'assemblea può legittimamente deliberare su specifici oggetti, tassativamente previsti, che non figurano nell'ordine del giorno. Infatti, ai sensi dell'art. 704b del *Code des obligations*, l'assemblea può sempre porre ai voti le proposte di convocazione di un'assemblea generale straordinaria, di procedere ad una verifica speciale ex artt. 697c e ss., *Code des obligations*⁴⁹ e di nominare un revisore. In tali casi, non essendo la proposta inserita nell'ordine del giorno, è dunque consentito impartire al rappresentante istruzioni di voto generali.

Anche nel caso della legge svizzera, dunque, le istruzioni di voto hanno un carattere vincolante, temperato dalla sola possibilità per il delegante di fornire istruzioni di voto "generali" su proposte non inserite nell'ordine del giorno ma comunque relative a quelle previste, disposizione che appare sufficientemente ampia da ricomprendere anche eventuali proposte su delibere consequenziali o

condo cui sono considerate incompatibili: «1. l'appartenance au conseil d'administration, d'autres fonctions décisionnelles au sein de la société ou des rapports de travail avec elle; 2. une participation directe ou une participation indirecte importante au capital-actions ou encore une dette ou une créance importantes à l'égard de la société; 3. une relation étroite entre la personne qui dirige la révision et l'un des membres du conseil d'administration, une autre personne ayant des fonctions décisionnelles ou un actionnaire important; 4. la collaboration à la tenue de la comptabilité ainsi que la fourniture d'autres prestations qui entraînent le risque de devoir contrôler son propre travail en tant qu'organe de révision; 5. l'acceptation d'un mandat qui entraîne une dépendance économique; 6. la conclusion d'un contrat à des conditions non conformes aux règles du marché ou d'un contrat par lequel l'organe de révision acquiert un intérêt au résultat du contrôle».

⁴⁹ Secondo la disciplina dettata dal *Code des obligations*, il diritto a richiedere una verifica speciale viene riconosciuto ai soci che si siano già avvalsi della facoltà di chiedere agli amministratori o al revisore ragguagli sugli affari della società o di consultare gli atti riguardanti la società. Questi soci potranno poi proporre all'assemblea che esperti indipendenti procedano alla verifica di fatti ritenuti rilevanti ai fini dell'esercizio dei loro diritti. In mancanza di una delibera favorevole dell'assemblea, i soci che raggiungano una determinata aliquota di capitale possono rivolgersi al Tribunale affinché ordini l'espletamento della verifica.

accessorie, nonché alcune specifiche proposte che la stessa legge prevede possano essere avanzate nonostante la loro mancata indicazione nell'ordine del giorno. La vincolatività delle istruzioni di voto è qui però caratterizzata da una rigidità estrema con l'assoluto divieto di votare in modo difforme e senza la possibilità di discostarsene nel caso di circostanze eccezionali.

7. La relazione tra società, rappresentante designato e socio: qualificazione del rapporto.

Descritti i tratti principali dell'istituto, è ora di domandarsi quali siano le conseguenze derivanti dalla violazione della sua disciplina e, in particolare, dalla inosservanza delle istruzioni impartite al rappresentante designato.

L'indagine non è semplice, dato che, come si sa, la rappresentanza assembleare presenta tratti peculiari, caratterizzata com'è dall'intreccio tra i suoi profili più schiettamente civilistici e le sue ricadute sull'aspetto organizzativo del fenomeno societario⁵⁰. Debbono dunque tenersi distinte le conseguenze che derivano dai rapporti negoziali correnti tra società e rappresentante da un lato, e tra questo e i soci deleganti dall'altro, dalle conseguenze derivanti dall'applicazione della disciplina societaria.

Preliminarmente, va affrontato il tema della qualificazione del rapporto negoziale, ad iniziare dalla relazione corrente tra la società e il rappresentante designato. Sul punto, si può rilevare come la dottrina tenda a ricondurlo alla prestazione di un servizio che, per suo tramite, la società offre gratuitamente ai soci⁵¹. Aderendo a tale impostazione, la prestazione che ne è oggetto induce a ritenere che il rapporto vada inquadrato in un contratto d'opera (art. 2222 ss. c.c.)⁵², tramite il quale il soggetto designato quale rappresentante si impegna a ricevere le deleghe di voto da parte degli azionisti e a gestirne l'esercizio.

⁵⁰ Lo rileva M. CIAN, *In tema di deleghe di voto secondo il decreto Draghi*, in *Corr. giur.*, 1999, 120. Sulla rappresentanza assembleare e le sue peculiarità, si veda S. GATTI, (nt. 9), *passim*. Sul tema della rappresentanza assembleare nelle società aperte, quotate e non quotate, v. M. BIANCA, *La rappresentanza dell'azionista nelle società a capitale diffuso*, Padova, Cedam, 2003, *passim*.

⁵¹ A. BUSANI, (nt. 14), 309; C. PASQUARIELLO, (nt. 14), 590.

⁵² Si potrebbe anche trattare di un contratto di prestazione d'opera intellettuale a seconda che si tenda a dare rilievo alla materialità dell'incarico, consistente nella raccolta delle deleghe e nel conteggio dei voti da esercitare, o invece all'intellettualità, rinvenibile nelle capacità tecnico-professionali necessarie, ad esempio, a riconoscere e valutare le situazioni nelle quali il rappresentante può votare in modo difforme rispetto alle istruzioni impartitegli.

Quanto, invece, alla qualificazione del rapporto tra rappresentante designato e azionista, ai fini di un migliore inquadramento sistematico, giova anzitutto ricordare che la disciplina della rappresentanza volontaria, contenuta negli artt. 1387 ss. c.c., marca una distinzione fra il potere di agire in nome e per conto altrui, che è elemento tipico delle varie forme di rappresentanza, e l'eventuale, e quindi non sempre presente, rapporto gestorio⁵³. Giova altresì rammentare che, mentre l'art. 2372 c.c. si riferisce espressamente alla sola rappresentanza, tanto che potrebbe mancare un rapporto gestorio tra rappresentante e socio⁵⁴, la disciplina del t.u.f. in merito al rappresentante designato è senz'altro diversa. In specie, sembra doversi escludere che, in virtù della delega, si instauri un mero rapporto rappresentativo, senza che sorga in capo al rappresentante designato alcun obbligo verso il delegante di partecipare all'assemblea e di esprimere il voto⁵⁵. Escludere il sorgere di una simile obbligazione tradirebbe le finalità perseguite dal legislatore: se l'istituto del rappresentante designato è stato introdotto allo scopo di favorire la partecipazione dei soci alle assemblee, se ne frustrerebbe la *ratio* laddove fosse consentito al rappresentante di disattendere le aspettative del delegante. Altrettanto indica-

Va poi rilevato che le s.p.a. quotate sono solite affidare l'incarico a società specializzate nella predisposizione di strumenti ICT per la tenuta e la gestione delle assemblee societarie, le quali offrono un servizio di carattere più ampio in relazione alla tenuta delle assemblee. In questo caso si potrebbe ritenere che il contratto sia più propriamente qualificabile come un contratto di appalto.

Sul punto, si possono richiamare le osservazioni in merito alla esatta qualificazione del rapporto contrattuale intercorrente fra la società di revisione e la società oggetto di revisione, oscillanti tra la sussistenza di un contratto d'opera intellettuale e di un appalto di servizi: v., ad esempio, F. BONELLI, *Responsabilità della società di revisione per errori nella valutazione di azienda*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 224; G.M. BUTA, *sub art. 164*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, II, Torino, Utet, 2002, 1361 ss.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, Cedam, 2004, 314 s.; V. SANGIOVANNI, *La responsabilità della società di revisione*, in *Resp. civ.*, 2010, 703; ID., *Il d.lgs. n. 39/2010 e la nuova responsabilità civile da revisione*, in *Danno resp.*, 2011, 366.

⁵³ Per una ricostruzione del risalente dibattito in merito al rapporto tra rappresentanza e sottostante rapporto gestorio v. P. D'AMICO, voce *Rappresentanza (diritto civile)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXIX, Roma, 1 ss.; V. DE LORENZI, *La rappresentanza. Artt. 1387-1400*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2012, 53 ss.

⁵⁴ M. CIAN, (nt. 50), 122.

⁵⁵ Sulla riconducibilità del rapporto tra socio delegante e delegato allo schema del mandato, nell'ambito della sollecitazione di deleghe, v. M. BIANCA, (nt. 50), 297 ss.; M. LAMANDINI, *sub art. 138*, in *Testo unico della finanza*, (nt. 52), II, 1138; G. PELLEGRINO, *La nuova disciplina della rappresentanza dell'azionista nelle società quotate*, Milano, Giuffrè, 2002, 79.

tiva del ricorrere di un vincolo obbligatorio è, poi, la disciplina delle istruzioni di voto, la cui articolazione costituisce eloquente espressione del rapporto gestorio tra delegante e delegato⁵⁶.

Va per altro chiarito che, quale corollario, non sarebbe plausibile vedere nel rappresentante designato un mero *nuncius*, qualificazione che gli sarebbe troppo stretta, stante, tra l'altro, la sua facoltà di discostarsi, al ricorrere delle condizioni stabilite, dalle istruzioni impartitegli dal socio⁵⁷.

Pare più rispondente alla disciplina disegnata dall'art. 135-*undecies* t.u.f. ritenere che, con il rilascio della delega, si instauri tra rappresentante designato e socio un rapporto obbligatorio, di fonte contrattuale, in virtù del quale il delegante ha diritto all'adempimento della prestazione, attendendosi che il rappresentante eserciti il voto nell'assemblea. Per quanto il diritto del socio di avvalersi del rappresentante designato sia previsto dalla legge, il rapporto gestorio nasce esclusivamente in virtù delle manifestazioni di volontà delle parti e, in particolare, può inquadrarsi in un mandato con rappresentanza.

8. (segue). *Modalità di instaurazione del rapporto contrattuale e rimedi.*

Ciò premesso, e venendo al meccanismo di instaurazione dei rapporti contrattuali tra società, rappresentante designato e socio, l'inquadramento del complesso schema negoziale potrebbe innanzi tutto risolversi considerando

⁵⁶ A. BUSANI, (nt. 14), 314.

⁵⁷ Sul punto si veda V. PETTIROSSI, "Assembleare" ed "extrassembleare" nella deliberazione di società per azioni, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, 236, in nota. Cfr. anche G. COTTINO, *Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, Giuffrè, 1958, il quale osserva che il rappresentante può essere vincolato dalle istruzioni tassative del rappresentato e che risiede nell'essenza dell'istituto «che il rappresentante si adegui quanto più possibile agli interessi del rappresentato e si *immedesima* nella sua posizione. Questa immedesimazione non deve essere necessariamente perfetta; ma sembra che ad essa si avvicini, non si allontani, lo schema di una rappresentanza vincolativamente disciplinata. [...] Ed il mandatario in ogni caso non è un nunzio; egli può sempre discostarsi dalle istruzioni del mandante se ricorra una giusta causa (alle condizioni contemplate dall'art. 1711 cpv. c.c.): quali potrebbero essere appunto risultanze non previste del dibattito assembleare. È possibile insomma, con questo limite, portare in assemblea una volontà *individuale* predeterminata: ma la volontà propria, stando alla norma in esame, giacché il rappresentante è un *alter ego* dell'azionista» (ivi, 130-131). Cfr. anche G. GUIZZI, (nt. 21), 10. Sulla distinzione tra la figura del *nuncius* e quella del rappresentante si veda, nella dottrina civilistica: C.M. BIANCA, (nt. 7), 62 ss.; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, XXI, 1, Milano, Giuffrè, 1968, 276 s.

distinti ed autonomi i due rapporti (*i.e.* quello tra società e rappresentante designato e quello tra socio e rappresentante designato). La soluzione, tuttavia, non convince, poiché lascerebbe privi di risposta molti interrogativi, come ad esempio quale sia il rimedio esperibile dal socio nel caso in cui il rappresentante si rifiutasse di ricevere la delega di voto, oppure se e come la società possa reagire alla sistematica inosservanza delle istruzioni di voto impartite dai soci.

La complessa fattispecie sembrerebbe presupporre, all'opposto, il sussistere di un nesso tra i due rapporti negoziali, cosicché il rappresentante non potrebbe rifiutarsi di adempiere al contratto in forza del quale si è impegnato a svolgere un servizio e che nella valutazione della diligenza nell'adempimento delle prestazioni dedotte nell'uno e nell'altro debba potersi tenere conto dell'insieme di obblighi scaturenti da entrambi i rapporti. In altre parole, è evidente l'esistenza di un nesso funzionale tra i due contratti, che discende dai tratti peculiari dell'istituto del rappresentante designato.

Merita allora soffermarsi sulla possibilità di ricostruzione della triangolazione negoziale che viene ad instaurarsi tra società, rappresentante designato e soci.

In primo luogo, considerato il fatto che la designazione del rappresentante avviene da parte di un soggetto terzo rispetto a coloro che saranno parti del successivo contratto di mandato ed è destinata a dispiegare i propri effetti in capo a soggetti terzi, si potrebbe immaginare di ricondurre la vicenda negoziale ad un contratto a favore di terzi (art. 1411 c.c.), mediante il quale lo stipulante designa un terzo quale avente diritto alla prestazione dovuta dal promittente, provvedendo al relativo compenso. In tal modo, il terzo acquisterebbe il diritto a valersi della prestazione del rappresentante per effetto del contratto. Osterebbe a tale soluzione il fatto che la ricostruzione della fattispecie del contratto a favore di terzo vuole che l'attribuzione del diritto al terzo trovi nel contratto il suo specifico ed esclusivo fondamento, mentre, laddove tale diritto derivasse dalla legge – si rammenti che è il t.u.f. a prevedere la presenza del rappresentante designato – non si potrebbe parlare di stipulazione a favore di terzo in senso tecnico⁵⁸. Tuttavia, come già detto, il rilievo può essere superato osservando che il rapporto tra rappresentante designato e socio è comunque riconducibile ad una fonte negoziale, laddove l'obbligo legale, derogabile dal-

⁵⁸ In giurisprudenza, si veda Cass., 12 agosto 1996, n. 7492, in *Giust. civ. mass.*, 1996, 1170. In dottrina, si veda per tutti G. MIRABELLI, *Delle obbligazioni. Dei contratti in generale*, in *Commentario del Codice civile*, redatto a cura di magistrati e docenti, II, Torino, Utet, 1980, 439.

la volontà espressa degli stessi soci con l'opzione statutaria, riguarda la sua designazione⁵⁹.

Per altro, la qualificazione del rapporto negoziale come contratto a favore di terzo non fuga ogni interrogativo, perché poco dice in relazione alla prestazione a cui sarebbe esattamente tenuto il rappresentante designato, dato che la clausola a favore del terzo potrebbe accedere tanto al contratto d'opera stipulato con la società, riferendosi alla prestazione del servizio di gestione delle deleghe di voto, quanto riguardare il rapporto di mandato.

In questo quadro, occorre sempre tenere a mente il fatto che la disciplina del rappresentante designato prevede che sia il soggetto legittimato all'esercizio del diritto di voto a conferire la delega e le relative istruzioni al rappresentante e che non potrebbe essere diversamente, poiché il potere di rappresentanza deve essere conferito da colui che è legittimato a compiere l'atto giuridico demandato al rappresentante.

Non sembra, dunque, del tutto coerente con la fattispecie descritta l'ipotesi che sia la società stessa a stipulare un mandato a favore di terzi, con cui il rappresentante designato si obbligasse ad agire per conto dei soci anziché della società e attribuendo ad essi un diritto soggettivo al compimento dell'attività gestoria⁶⁰.

In primo luogo, la ricostruzione non sembra aderente alle specifiche disposizioni riguardanti l'istituto del rappresentante designato. Occorre ribadire che le deleghe e le relative istruzioni di voto sono conferite dal socio, mentre il mandato a favore di terzi presupporrebbe un rapporto già perfetto in tutte le

⁵⁹ *Supra*, par. 7.

⁶⁰ Sul punto, va rilevato che nell'ambito del mandato a favore di terzi la dottrina distingue l'ipotesi del mandato a favore di terzi in senso stretto, in cui il mandatario, pur agendo per conto del mandante, assume il distinto obbligo di attribuire ad un terzo (anziché al mandante) uno o più risultati favorevoli derivanti dall'atto gestorio, dalla figura del mandato per conto di terzo, che parrebbe più idonea a "vestire" la fattispecie qui esaminata. Infatti, rispetto al mandato a favore di terzo in senso stretto, qui il mandatario si obbliga a compiere l'atto gestorio "per conto di un terzo", sul quale ricadono i risultati sia favorevoli che sfavorevoli della gestione, essendo il mandante tenuto a corrispondere al mandatario solo il compenso: in tale caso il terzo assumerà i diritti e gli obblighi propri del mandante: A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 1984, 105 ss. Comunque sia, entrambe le ricostruzioni sono tuttavia riconducibili al contratto a favore di terzo, sicché, almeno su un piano generale, possono muoversi le medesime obiezioni (A. LUMINOSO, *ivi*, 107), il quale avvisa che «nonostante le differenze anche sensibili che intercorrono le due figure, tanto la prima [...] quanto la seconda [...] hanno la caratteristica di integrare, nei tratti essenziali, un contratto a favore di terzo (artt. 1411 e segg.)»).

sue parti tra i contraenti originari, rimanendo l'attribuzione a favore del terzo confinata in una prestazione già predeterminata contrattualmente. Infatti, la struttura del contratto a favore di terzi prevede che il terzo acquisti il diritto alla prestazione per effetto della stipulazione, rispetto alla quale egli rimane estraneo, non divenendo mai parte del contratto. In altre parole, la figura del mandato a favore di terzi non pare del tutto adatta all'intrinseca autonomia nella determinazione del contenuto del rapporto gestorio, la quale, pur tenendo conto della predisposizione del modulo di delega, è rimessa al socio e si concretizza nel conferimento delle istruzioni di voto, in mancanza delle quali, per altro, la delega non avrebbe effetto.

In aggiunta a tali considerazioni, ci si può spingere oltre e domandarsi se la società possa ritenersi legittimata a stipulare un mandato che ha ad oggetto l'esercizio di diritti di voto altrui. Vi è, infatti, che, *ex art. 2372*, primo comma, c.c., possono farsi rappresentare nell'assemblea *coloro ai quali spetta il diritto di voto* e, dunque, mancherebbe a monte, in capo alla società, il potere di disporre dell'oggetto del contratto di mandato⁶¹.

Potrebbe ritenersi, allora, che la previsione a favore del terzo, anziché ad un contratto di mandato, acceda invece al contratto d'opera concluso tra società e rappresentante designato, prevedendo il diritto dei soci di avvalersi della prestazione del servizio di quest'ultimo, mentre i contratti di mandato tra soci e rappresentante sarebbero stipulati in una fase diversa e successiva.

⁶¹ La questione non è propriamente legata alla capacità giuridica della società, bensì a quella della sua legittimazione. La dottrina civilistica, infatti, accanto ai requisiti soggettivi e oggettivi degli atti giuridici, introduce anche il concetto di legittimazione, mutuato dalla disciplina processualistica, e inteso come quel particolare rapporto del soggetto con l'oggetto del negozio, riferendosi così alla competenza del soggetto rispetto alla materia che il negozio è destinato a regolare: P. RESCIGNO, voce *Legittimazione*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., X, 1993, 518 ss.

Secondo E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*², Torino, Utet, 1950, 366, con legittimazione al negozio si esprime la necessità che l'autore del negozio sia «soggetto di una posizione di competenza rispetto alla materia dell'atto, affinché questo produca determinate conseguenze giuridiche in suo confronto». Nel tentativo di specificare il concetto, si è parlato poi di qualificazione dei rapporti giuridici, tesi secondo la quale vi sarebbero «dei rapporti giuridici, attivi o passivi, i quali sono indipendenti, ed altri, invece, i quali sono dipendenti da un altro rapporto giuridico; in questa seconda ipotesi si presenta dunque una combinazione tra due rapporti, dei quali uno (*prius*) si chiama rapporto qualificante e il secondo (*posterius*) rapporto qualificato»: F. CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*², 2, Roma, Soc. ed. del Foro Italiano, 1946, 171. Secondo un'accezione più ristretta, la legittimazione «traduce in termini subiettivi di facoltà la possibilità obiettiva di una persona di disporre efficacemente di un dato diritto, in quanto si trova, rispetto all'oggetto del negozio, in una certa posizione, normativamente considerata come momento integrante della fattispecie complessiva dell'effetto»: L. MENGONI, *L'acquisto "a non domino"*, Milano, Soc. ed. Vita e pensiero, 1949, 36.

Secondo questa impostazione, dal punto di vista rimediale, si pone il problema di individuare tanto le azioni a tutela delle posizioni giuridiche che originano dal contratto d'opera a favore di terzi, quanto i soggetti legittimati all'esercizio di tali azioni. Infatti, in ossequio alla disciplina del contratto a favore di terzo, la società sarà senz'altro legittimata ad esperire i rimedi contrattuali e spetteranno tanto alla stessa quanto al socio la legittimazione a far valere sia l'azione di adempimento sia il risarcimento del danno derivanti dall'inadempimento del contratto d'opera⁶². Tuttavia, se i contratti di mandato verranno successivamente stipulati e saranno autonomi rispetto al contratto d'opera tra società e rappresentante designato, i rimedi conseguenti alla violazione delle obbligazioni assunte dal rappresentante designato in virtù di essi rimarranno esclusivo appannaggio del socio e così anche nel caso in cui venissero violate le istruzioni di voto.

Quest'ultima ricostruzione potrebbe ricevere, tuttavia, una diversa soluzione alla luce della sussistenza di un collegamento negoziale tra i due contratti. Questi si pongono in un rapporto di interdipendenza, che, pur lasciando ferma l'autonomia di ciascun contratto e la disciplina propria del singolo schema negoziale, opera sul piano genetico ed interpretativo. In questa prospettiva, allora, «ciascun contratto va interpretato (anche) alla luce del contratto collegato, e l'inefficacia di ciascun contratto può determinare l'inefficacia del contratto collegato, per il venir meno di un elemento causalmente rilevante»⁶³.

Privilegiando tale impostazione, in virtù del collegamento negoziale, il contenuto della prestazione del rappresentante designato andrebbe ricostruito alla luce di entrambi i rapporti contrattuali e sarebbe coerente ritenere che il rappresentante designato non si obblighi semplicemente a rendere la sua prestazione tipica in favore di coloro che vorranno delegargli il voto, ma, più spe-

⁶² Sulla legittimazione in relazione all'esercizio delle diverse azioni in caso di inadempimento nel contratto a favore di terzi v. F. ANGELONI, *Del contratto a favore di terzi. Artt. 1411-1413*, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli-II Foro italiano, 2004, 378 ss.; C.M. BIANCA, (nt. 7), 523 s.; L. BOZZI, *sub art. 1411*, in *Dei contratti in generale. Artt. 1387-1424*, a cura di E. NAVARRETTA, A. ORESTANO, in *Commentario del Codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Torino, Utet giuridica, 2012, 330 ss.; M. FRANZONI, *Il contratto e i terzi*, in *I contratti in generale*, a cura di E. GABRIELLI, II, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, Torino, Utet giuridica, 2006, 1237 ss.; L.V. MOSCARINI, *Il contratto a favore di terzi. Artt. 1411-1413*², in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2012, 93 ss.

⁶³ E. ROPPO, voce *Contratto*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., IV, 1989, 121. Cfr. anche F. MES-SINEO, voce *Contratto collegato*, in *Enc. dir.*, X, Milano, Giuffrè, 1962, 48 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, voce *Collegamento negoziale*, *ivi*, VII, 1970, 375 ss.

cificamente, che, instaurato il rapporto con il socio, egli sia altresì obbligato ad esercitare il voto conformemente alle istruzioni ricevute, salvo che non ricorrano circostanze particolari che lo legittimino a votare in modo difforme. Se, dunque, il rapporto tra società e rappresentante va ricostruito sulla base della specifica disciplina dell'istituto, anche i relativi rapporti contrattuali non potranno non risentirne, e il mancato o inesatto adempimento rispetto alle obbligazioni assunte col contratto di mandato costituirà un inadempimento imputabile al rappresentante, non solo nei confronti del rappresentato, che è di per sé scontato, ma, probabilmente anche nei confronti della società.

9. *Vizi della rappresentanza e ordinamento societario.*

Le considerazioni esposte consentono di meglio impostare e affrontare il tema concernente la violazione delle istruzioni di voto e il suo interagire con l'ordinamento societario, di cui dovrà tenersi conto al fine di verificare se l'inadempimento del rappresentante derivante dall'esercizio del voto in spregio alle istruzioni conferitegli possa assumere rilevanza anche al di là del rapporto gestorio che si instaura tra socio e rappresentante, legittimando il ricorso al rimedio, di natura reale, dell'invalidità della deliberazione assembleare.

Giova ricordare che la disciplina comune in tema di rappresentanza assembleare, contenuta nell'art. 2372 c.c., non prevede che il socio debba impartire istruzioni di voto vincolanti per il rappresentante, che potrebbe quindi partecipare e votare in assemblea in piena autonomia. Eventuali pattuizioni tra delegante e delegato che siano volte ad indirizzare il voto da parte del rappresentante rimangono irrilevanti per l'ordinamento societario: secondo la giurisprudenza esse, infatti, sono destinate ad assumere rilevanza – di regola – esclusivamente all'interno dello schema negoziale del mandato (art. 1710 c.c.), e perciò nel rapporto interno tra delegante e delegato⁶⁴.

Va da sé che siano invece diverse le conseguenze derivanti da quei vizi

⁶⁴ Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Società*, 2004, 1016 ss.; Trib. Milano, 11 ottobre 2001, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, II, 186 ss., con nota di M. CENTONZE, *Sulla delibera maggioritaria di eliminazione della clausola di prelazione dallo statuto delle s.p.a.* In dottrina v. F. GHEZZI, *sub art. 142*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*, a cura di P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, II, Milano, Giuffrè, 1999, 1426; E. LA MARCA, *Assemblea. Procedimento*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, II, Torino, Utet Giuridica, 2022, 1334 s.; M. LIBERTINI, A. MIRONI, P.M. SANFILIPPO, (nt. 17), 254; L. SALAMONE, *sub art. 2372*, commi 1, 2, 4, 7, in *Le società per azioni*, (nt. 14), I, 972. Si veda anche C.M. BIANCA, (nt. 7), 86.

propri della rappresentanza azionaria, quali ad esempio la violazione delle norme contenute nell'art. 2372 c.c. o negli artt. 138 ss. del t.u.f.⁶⁵. La violazione delle prescrizioni legali e statutarie riguardanti la procura sono infatti poste a tutela di interessi generali e della stessa società e non sono, dunque, disponibili da parte del socio. Sicché la loro violazione potrebbe assumere rilievo in termini di invalidità del voto espresso dal rappresentante, con possibili ricadute sulla stessa delibera⁶⁶.

Tra queste due ipotesi di vizi, che si collocano – per così dire – agli estremi opposti, stanno i vizi riguardanti la rappresentanza, per i quali non si dubita che abbiano un riflesso sulla validità della delibera ma su cui, come noto, molto si è discusso in relazione alla legittimazione a farli valere.

Nel caso in cui il voto risulti invalido a causa di un vizio riguardante la procura, ovverosia quando il rappresentante non sia fornito del potere di rappresentanza oppure ecceda, nell'esercizio del voto, rispetto al potere di rappresentanza conferitogli (*falsus procurator*) l'opinione pacifica, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, ritiene che, ferma la c.d. prova di resistenza, la delibera sia annullabile, riflettendosi sulla regolarità del procedimento assembleare⁶⁷.

Tale ricostruzione, tuttavia, resta dubbia ove ricorra la violazione delle istruzioni di voto, poiché, come accennato, si sostiene che esse avrebbero rilevanza unicamente interna, ossia nel rapporto tra delegante e delegato e che l'eventuale divergenza non possa essere opposta ai soci⁶⁸. A differenza, dunque, di quelle patologie che attengono propriamente al fenomeno rappresentativo e che assumono rilievo in ordine alla validità del voto espresso dal rap-

⁶⁵ In tutti questi casi è oramai pacifico che il tipo di invalidità sia da rinvenirsi nell'annullabilità della deliberazione. Come noto, prima della riforma del 2003, la prassi giurisprudenziale era solita colpire i vizi del procedimento ritenuti più gravi con la sanzione della inesistenza della delibera. In tal senso, anche la delibera adottata col voto determinate del *falsus procurator* veniva ritenuta inesistente. Alcuni dubbi sorgevano nell'ipotesi in cui la delibera fosse adottata col voto determinante del rappresentante che esorbitasse dai poteri conferitigli con la procura. La dottrina dominante, come noto, era fortemente critica nei confronti della categoria dell'inesistenza (v. R. SACCHI, (nt. 7), 437 ss.) e il legislatore, con la riforma del 2003, ha risolto la questione creando un sistema di invalidità delle deliberazioni assembleari "chiuso", descritto dagli artt. 2377-2379 c.c.

⁶⁶ G. FERRI, (nt. 29), 623; G. SBISÀ, (nt. 5), 690 s.

⁶⁷ In dottrina, si vedano *ex multis*: F. FERRARA jr., F. CORSI, (nt. 29), 501; A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, in R. LENER, A. TUCCI, *Società per azioni*, (nt. 29), 216; R. SACCHI, (nt. 7), 435; G. SBISÀ, (nt. 5), 691. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 3 settembre 2003, (nt. 64), 1016 ss.; Trib. Milano, 14 novembre 1974, in *Riv. not.*, 1976, III, 276.

⁶⁸ Trib. Milano, 3 settembre 2003, (nt. 64), 1016 ss.

presentante, l'infedeltà gestoria non sarebbe in grado di riflettersi sulla deliberazione⁶⁹.

Non si può mancare di osservare, però, come le istruzioni di voto assumano una peculiare rilevanza alla luce della disciplina prevista dal t.u.f., tanto in materia di rappresentante designato, quanto nell'ipotesi in cui la delega sia rilasciata nell'ambito di una sollecitazione⁷⁰. Ed allora, ci si può chiedere se questa peculiare rilevanza sia destinata a riverberare i propri effetti anche in relazione alle regole che disciplinano l'invalidità delle deliberazioni assembleari.

Nel caso di un'eventuale violazione delle istruzioni di voto, non pare corretto affermare che le stesse riguardino esclusivamente il rapporto gestorio tra rappresentante e rappresentato, poiché, sebbene il vizio derivi dalla violazione della disciplina privatistica, la delega di voto di cui alla disciplina del t.u.f. è strumentale alla funzionalità dell'organizzazione societaria. Inoltre, l'art. 135-*undecies* del t.u.f. prevede l'espressa indicazione delle istruzioni di voto nella delega, le quali quindi concorrono a determinare il contenuto della procura di volta in volta conferita⁷¹.

In questo quadro, le regole dettate dal t.u.f. non solo risultano necessarie ma possono essere lette come regole del procedimento deliberativo. Sicché il loro rilievo fuoriesce dal perimetro che le vorrebbe confinate nel rapporto interno tra delegante e delegato per andare a configurarsi come limite allo stesso potere di rappresentanza⁷², dovendosi conseguentemente applicare, in assenza

⁶⁹ Sul punto si veda L. SALAMONE, (nt. 64), 971 ss., il quale distingue tra anomalie della delega e anomalie del comportamento funzionale: mentre le prime incidono sulla validità del voto e ridondano come anomalie del procedimento, le seconde producono soltanto conseguenze di ordine personale.

⁷⁰ L'obbligo di indicare le istruzioni di voto unitamente al conferimento della delega di voto è stato introdotto per la prima volta dal t.u.f. nell'ambito della disciplina dedicata alla sollecitazione e alla raccolta di deleghe. Sul punto v. F. GHEZZI, (nt. 64), 1426, il quale osserva come ciò comporti un radicale mutamento dell'istituto della rappresentanza assembleare. Cfr. anche M. BIANCA, (nt. 50), 207 ss.

⁷¹ V., sul punto, C.M. BIANCA, (nt. 7), 86, ove si afferma che «occorre tenere presente che l'inosservanza degli obblighi inerenti al rapporto di gestione comporta l'inefficacia dell'atto quando le istruzioni date al mandatario concorrono a determinare il contenuto della procura [...]. Qui il rappresentato concede al rappresentante il potere rappresentativo strettamente necessario per assolvere l'incarico. In tal caso l'atto rappresentativo che non rispettasse il contenuto nell'incarico eccederebbe la procura [...]».

⁷² Cfr. sul punto M. GARGANTINI, *sub* art. 143, in *Le società per azioni*, (nt. 14), II, 4126, il quale, pur nel contesto delle ipotesi di violazione degli obblighi informativi previsti dalla disciplina della sollecitazione di deleghe, osserva che sembra più coerente con la tendenza ad attribuire rilevanza procedimentale, nel contesto dell'assemblea, anche alle patologie che af-

di una disciplina *ad hoc*, gli stessi principi elaborati nel caso in cui il voto sia esercitato dal *falsus procurator*.

Sul punto, per altro, non si condivide la pur autorevole opinione secondo la quale la legittimazione a far valere il vizio rimarrebbe nell'esclusiva disponibilità del socio rappresentato, spettando unicamente ad egli il potere di ratificare l'operato del rappresentante *ex art. 1399 c.c.*, ovvero di impugnare la delibera *ex art. 2377 c.c.*⁷³.

Come già osservato, la delega di voto produce effetti nella sfera dell'organizzazione societaria, nel cui ambito risulta lesa non solo e non tanto l'interesse del rappresentato a che il suo interesse sia realizzato, ma soprattutto l'interesse del diritto societario a che il voto esercitato in forma indiretta sia espresso nell'osservanza delle disposizioni di legge e sia così assicurato il rispetto della volontà del socio e la sua partecipazione alla deliberazione assembleare⁷⁴.

fliggono i rapporti interni tra rappresentante e rappresentato, affermare l'impugnabilità della delibera per l'inidoneità delle informazioni rese. Cfr. anche P. SFAMENI, *sub art. 143*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza*, (nt. 64), II, 1490; G. PELLEGRINO, (nt. 55), 41 ss.

⁷³ Così, ma ovviamente non con riferimento al t.u.f., V. BUONOCORE, *Assemblee totalitarie e rappresentanza dei soci*, in *Riv. not.*, 1976, 276; G. SBISA, (nt. 5), 691; G. FERRI, *La delega all'esercizio del diritto di voto*, in *Dir. fall.*, 1975, 367.

⁷⁴ R. SACCHI, (nt. 7), 440 s.; cfr. anche M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 17), 255 s.; M. CENTONZE, *Sulla delibera maggioritaria di eliminazione della clausola di prelazione dallo statuto delle s.p.a.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, II, 211 ss. Va per altro rilevato che vi sono Autori i quali, considerando la rappresentanza assembleare fenomeno esclusivamente societario, escludono la ratifica dell'operato del rappresentante: secondo F. GIORGIANNI, *In tema di rappresentanza del socio nell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 1966, 401 ss., l'applicazione degli artt. 1398 e 1399 c.c. alla rappresentanza assembleare andrebbe esclusa, poiché il potere del rappresentante deve sussistere al momento dell'apertura dell'assemblea e «il socio non potrà, per mezzo di una ratifica successiva, appropriarsi dell'attività di un *falsus procurator* [...]». Il divieto di ratifica importa in definitiva l'irrelevanza per l'ordinamento societario dell'*agere* di persone non investite preventivamente, oltre che validamente, dal socio dell'esercizio del diritto di partecipare alla assemblea. La loro partecipazione deve essere equiparata a quella di soggetti *estranei*, con identiche conseguenze per quel che riguarda la validità della deliberazione assembleare»; S. GATTI, (nt. 9), 76 ss. Si veda, infine, R. VIGO, *Brevi note in tema di annullabilità dell'assemblea di s.p.a.*, in questa *Rivista*, 2021, 603 ss.: l'A., tra le fattispecie soggette ad annullabilità "privatistica", distingue delibere lesive di un diritto del socio, le quali possono essere impuginate da lui soltanto, e delibere illegittime non lesive dei diritti dei soci, ove vengono «violato norme che regolano i deliberati della assemblea (le norme di azione della assemblea)»; regole poste nell'interesse della società che, se di natura procedimentale, «poggiano sull'assunto che vi è un nesso fra le modalità di svolgimento del procedimento assembleare e la bontà delle decisioni prese dai soci». In quest'ultimo caso la legittimazione

Conseguentemente, la loro violazione, non potendosi ritenere un mero inadempiamento che riguardi esclusivamente il socio e il suo rappresentante, rileva come vizio del singolo voto e come tale comporta l'annullabilità della deliberazione secondo le regole di cui all'art. 2377 c.c., purché, ovviamente, il voto irregolarmente espresso dal rappresentante risulti determinante, secondo l'applicazione della c.d. prova di resistenza⁷⁵.

all'impugnativa è affidata tanto ai soci, quanto agli organi sociali e, tra queste fattispecie, l'A. annovera anche le delibere per le quali sono stati computati voti invalidi (ivi, 608).

In giurisprudenza, cfr. Cass. civ., sez. I, 28 gennaio 2015, n. 1624, in *Società*, 2015, 803 ss., ove si è stabilito che «Non sembra, invece, possibile restringere al solo socio mal rappresentato la tutela avverso la situazione di falsa rappresentanza, almeno quanto alle conseguenze della mancata ratifica. Se, cioè, è esclusiva facoltà del socio falsamente rappresentato, secondo il diritto dei contratti, provvedere alla ratifica del voto viziato, quel voto concorre però alla manifestazione della volontà assembleare, inserendosi nell'ambito dell'organizzazione collettiva: come, perciò, all'assemblea non sarebbe precluso di sanare l'invalidità mediante sostituzione della deliberazione viziata con altra assunta in conformità alla legge e all'atto costitutivo (art. 2377 c.c., u.c., ed ora ottavo e nono comma), così ogni legittimato attivo può agire, al pari dello stesso socio mal rappresentato che ne abbia interesse, per l'annullamento della deliberazione, perché l'invalidità del singolo voto si traduce in un vizio del procedimento deliberativo, che qualunque socio può far valere secondo le regole organizzative della rappresentanza assembleare ed, in generale, del procedimento stesso, le quali si affiancano e prevalgono, a quel punto, sul profilo intersoggettivo interno. Se l'inefficacia del voto espresso in violazione delle regole sulla rappresentanza (sia essa volontaria od organica) si riflette sulla validità della deliberazione assembleare, e se tale conseguenza discende quale sanzione di diritto societario, ne deriva insomma che ciascun socio assente o dissenziente, con gli altri legittimati attivi ex art. 2377 c.c., secondo comma, può agire per l'annullamento della deliberazione».

⁷⁵ Nello stesso senso v. C. ANGELICI, *Le società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 2012, 302 s., nt. 47; F. ACCETTELLA, (nt. 14), 320 ss.; A. BUSANI, (nt. 14), 314, nt. 29; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, (nt. 17), 263 ss.; R. SACCHI, (nt. 3), 59 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Intervento all'incontro su "Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, tenutosi nell'Università degli Studi La Sapienza il 29 ottobre 2010, in *Giur. comm.*, 2011, I, 1002 ss.; A. TUCCI, (nt. 67), 217-218. Sostanzialmente isolata è rimasta l'opinione di G. GUIZZI, (nt. 21), 10-11, il quale rileva che la SHRD esclude l'esistenza di un obbligo per la società di controllare la conformità del voto reso dal rappresentante alle istruzioni ricevute dall'azionista, sicché la questione sarebbe destinata a rimanere confinata sul piano dei rapporti tra rappresentante e rappresentato.

In questa sede si può poi brevemente considerare l'ipotesi in cui il rappresentante designato abbia violato le istruzioni di voto di più rappresentati e il conseguente funzionamento della prova di resistenza. La questione può essere affrontata prendendo le mosse da un punto di vista processuale: è noto che l'art. 2378, quinto comma, c.c., stabilisce che le impugnazioni relative alla medesima deliberazione debbano essere trattate e decise congiuntamente. La dottrina processualciviltistica ravvisa in tale norma un'ipotesi di litisconsorzio facoltativo (ex art. 103, primo comma, c.p.c.) e, in specie, di c.d. litisconsorzio unitario. Quest'ultima è una figura di ela-

I riferimenti testuali non mancano. Valutando in una prospettiva sistematica la sanzione prevista dallo stesso art. 135-*undecies*, che dispone la mancanza di effetti della delega in relazione alle proposte per le quali non siano state conferite le istruzioni di voto, unitamente all'impossibilità di conferire deleghe al rappresentante designato se non nel rispetto della disciplina prevista, e alla previsione per cui le azioni in relazione alle quali la delega risultasse priva delle istruzioni in relazione ad una proposta non sono computabili ai fini del calcolo del quorum deliberativo, si può ritenere che le stesse istruzioni integrino e completino la fattispecie del conferimento della rappresentanza⁷⁶.

Sarebbe peraltro da chiedersi se ciò comporti anche un dovere di impugnare la delibera da parte degli organi sociali e, prima ancora, quello di verificare se il rappresentante abbia fedelmente seguito le istruzioni impartitegli dai soci. Per quanto il considerando n. 10 della SHRD⁷⁷ e la segretezza delle istruzioni inducano a riflessione, un indizio a favore di un "dovere di impugnazione" po-

borazione dottrinale che si caratterizza per il fatto che, ferma la facoltatività del litisconsorzio, una volta che ci si sia avvalsi di questa facoltà, l'identità del *petitum* e della *causa petendi* esige uno svolgimento formalmente e sostanzialmente unitario (v, ad esempio, M.G. CIVININI, *Note per uno studio sul litisconsorzio «unitario», con particolare riferimento al giudizio di primo grado*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1983, 445 s.; F.P. LUISSO, *Diritto processuale civile*, I, Milano, Giuffrè, 2017, 314, il quale rileva che il litisconsorzio unitario è una figura intermedia fra il litisconsorzio necessario e quello facoltativo: è facoltativo quanto all'introduzione, ma necessario quanto alla prosecuzione, perché la decisione deve essere unica per tutti i litisconsorti). L'istituto, ancorché non espressamente regolato dal Codice di procedura civile, è riconosciuto da molti autori e la sua elaborazione risale agli studi di G. CHIOVENDA, *Sul litisconsorzio necessario*, in *Studi di diritto romano, di diritto moderno e di storia del diritto*, I, Milano, 1905, 448 e di E. REDENTI, *Diritto processuale civile*, II, Milano, Giuffrè, 1957, 103-104 (entrambi gli Autori propongono proprio l'esempio delle impugnazioni delle delibere assembleari). Sul punto, v. A.A. ROMANO, *sub art. 2378*, in *Le società per azioni*, (nt. 14), I, 1096. Alla luce di tali considerazioni si può ritenere che, una volta instaurate o riunite le diverse azioni, ai fini della prova di resistenza i voti invalidi andranno cumulati e la loro somma potrà comportare l'annullamento della delibera laddove questa non avrebbe raggiunto il quorum richiesto per l'approvazione una volta sottratti i voti invalidi.

⁷⁶ Una lettura in questo senso è avallata anche dalla SHRD, ove, al già richiamato considerando n. 10, si afferma che «il rappresentante dovrebbe essere tenuto a osservare le istruzioni eventualmente ricevute dall'azionista e gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di introdurre misure appropriate per garantire che il rappresentante non persegua interessi diversi da quelli dell'azionista [...]».

⁷⁷ Secondo il quale «la presente direttiva non impone alle società alcun obbligo di verificare che i rappresentanti esprimano il voto conformemente alle istruzioni di voto impartite dall'azionista che essi rappresentano». Al di là della discussa funzione dei "considerando", l'inciso non pare comunque escludere che nell'ambito di un ordinamento statale sia rinvenibile un obbligo in tal senso.

trebbe ricavarsi dal fatto che l'art. 134, terzo comma del Regolamento emittenti prevede che il rappresentante designato debba dichiarare e motivare i voti esercitati in modo difforme rispetto alle istruzioni ricevute, dichiarazioni che andranno a confluire nel verbale.

Per concludere, tanto i riferimenti normativi, quanto le riflessioni relative all'inquadramento, nell'ambito della disciplina del contratto in generale, del rapporto tra società, rappresentante designato e socio, conducono a pensare ad una rilevanza forte delle istruzioni di voto, la cui violazione dovrebbe poter essere fatta valere anche dalla società quale inadempimento del contratto stipulato con il rappresentante in forza della sussistenza – almeno – di un collegamento negoziale tra tale contratto e il mandato successivamente conferito dal socio. Nell'ambito, invece, dell'ordinamento societario, questa rilevanza forte delle istruzioni di voto si manifesta per il configurarsi delle stesse quale limite all'esercizio del potere rappresentativo, rendendo il voto viziato e, conseguentemente, la delibera impugnabile ai sensi degli artt. 2377 c.c. e seguenti.

Temì e dibattiti

Crisi e rinegoziazione dei contratti tra diritto emergenziale e codice della crisi.

Prime riflessioni

Crisis and contracts renegotiation between emergency law and crisis law. First reflections

Massimo Bianca*

ABSTRACT:

Dopo una ricognizione del concetto di crisi, lo scritto analizza i due diversi regimi di rinegoziazione dei contratti previsti nell'ambito della composizione negoziata della crisi. La prima parte propone un attento esame dei considerando e delle disposizioni che si occupano della rinegoziazione dei contratti nella direttiva (UE) 2019/1023. La seconda parte analizza le caratteristiche dello speciale regime di rinegoziazione per SARS-CoV-2 ancora previsto dall'art. 10 del d.l. n. 118/2021 e quelle della nuova rinegoziazione strutturale introdotta nell'art. 17 del d.lgs. n. 14/2019. La terza parte si trattiene sulla nozione di modifica del contratto, mettendo poi in evidenza le molte differenze insistenti tra le due fattispecie di rinegoziazione regolate dal Codice della crisi e la tradizionale risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. La quarta parte si occupa delle diversità correnti tra i due regimi di rinegoziazione. Il saggio si conclude con alcune considerazioni in merito ai confini di operatività della rinegoziazione.

Starting from the concept of Crisis, the paper explores the two different contract renegotiation regimes provided by the new negotiated settlement of the crisis. The first part proposes a careful examination of the Whereas and the provisions that deal with the renegotiation in the Directive (EU) 2019/1023. The second part analyses the characteristics of the special renegotiation regime for SARS-CoV-2 still provided by art. 10 of Italian Decree Law n° 118/2021 and those of the new structural renegotiation introduced in art. 17 of the Italian Legislative Decree n° 14/2019. The third part analyses what contract's amendment means and then highlights the persistent differences between the two cases of renegotiation ruled by the new Insolvency Code and the resolution due to excessive burdens of the contract performance. The fourth part deals with the current differences between the two renegotiation regimes. The essay concludes with some reflections on the boundaries of this renegotiation.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Trieste; e-mail: bianca@units.it.

SOMMARIO:

1. Introduzione: la nuova nozione di crisi tra unitarietà e frammentazione. – 2. Il trasferimento della composizione negoziata nel Codice: un'ulteriore nozione di crisi? – 3. Crisi e rinegoziazione dei contratti nella composizione negoziata della crisi: un regime duale destinato ad esaurirsi? – 4. Cenni alla disciplina dei contratti nella direttiva (UE) 2019/1023: la rinegoziazione. – 5. (*segue*). Lo scioglimento del contratto da parte del contraente *in bonis*. – 6. (*segue*). La sospensione della prestazione da parte del contraente *in bonis*. – 7. Ambito di applicazione della rinegoziazione: irrilevanza dell'assorbimento nella normale alea contrattuale? – 8. (*segue*). I contratti aleatori per natura o volontà dei contraenti. – 9. Indisponibilità del dovere di rinegoziazione. – 10. Differenze tra i due regimi di rinegoziazione. – 11. Considerazioni conclusive.

1. *Introduzione: la nuova nozione di crisi tra unitarietà e frammentazione.*

Il sofferto percorso del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (c.c.i.i.), dovrebbe aver trovato compimento con le novità introdotte dal d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83¹. Per quanto non possano escludersi ulteriori interventi, imposti o, quantomeno, giustificati dall'incombere di altri drammatici eventi, capaci di indurre a nuovi ripensamenti, è ragionevole pensare che il provvedimento abbia così raggiunto un definitivo assestamento. Diversamente, ci si sarebbe dovuti rassegnare a prendere davvero in considerazione la possibilità che la precorritrice riforma immaginata dal legislatore nel gennaio del 2019 dovesse restare in larga parte in soffitta². Ed è forse proprio per l'intento di segnare un punto fermo nella disciplina che, rivedendo alcune delle scelte iniziali e quelle sopravvenute a causa della pandemia, il testo cesellato dalla Commissione Pagni e varato dal governo in esecuzione della legge di delegazione europea n. 53/2021³, va ben al di là dell'unico intento, annunciato nel preambolo⁴, di attuare la direttiva (UE) 2019/1023⁵.

¹ In vigore, ai sensi dell'art. 389 del d.lgs. n. 14/2019, così come modificato dall'art. 42 del d.l. 30 aprile 2022, n. 36, dal 15 luglio 2022.

² Sul punto, *ex multis*, G. PARISI, *Gli effetti del Covid 19 sul codice della crisi di impresa*, in *Giustiziacivile.com*, 2021, 69.

³ La direttiva (UE) 2019/1023 è espressamente ricordata nell'Allegato 1, senza però alcuna indicazione di specifici principi e criteri direttivi che ne guidino l'attuazione. In merito alle conseguenze che sarebbero conseguite nella redazione del decreto legislativo, si veda L. PANZANI, *L'adeguamento del diritto concorsuale italiano alla direttiva (UE) 2019/1023*, in AA.VV., *Il diritto concorsuale italiano e gli obiettivi di coordinamento con la disciplina comunitaria*, a cura di F. PASQUARIELLO, M. TORSSELLO, Napoli, ESI, 2022, 3.

Un primo eloquente esempio di tale incedere è fornito dalle modifiche apportate dall'art. 1, primo comma, lett. a), del d.lgs. n. 83/2022 all'art. 2, primo comma, lett. a), del d.lgs. n. 14/2019⁶. Per quanto la direttiva (UE) 2019/1023⁷ non ne richiedesse la rimodulazione, l'anzidetta disposizione offre, infatti, un'ennesima diversa nozione di "crisi"⁸.

La norma, che, giova sottolinearlo, viene espressamente richiamata dalla

⁴ Il d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83 precisa nel Preambolo di recare «Modifiche al codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, in attuazione della direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 [...]». In merito alla distanza ancora corrente tra la predetta direttiva e l'originaria versione del d.lgs. n. 14/2019 si veda A.R. MINGOLLA, *L'illusorio allineamento allo "spazio concorsuale europeo" del nuovo diritto della crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2021, I, 286.

⁵ Che a sua volta reca anche alcune modifiche alla direttiva (UE) 2017/1132. Si vedano C. CAVALLINI, M. GABOARDI, *New Creditors' Bargain Theory e la crisi d'impresa tra diritto interno e direttive europee. Verso un modello globale di Insolvency Law*, in *Riv. soc.*, 2021, 991. Gli Autori osservano che «la categoria dei quadri di ristrutturazione preventiva non ambisce naturalmente ad introdurre negli ordinamenti nazionali uno strumento di ristrutturazione del debito che vada, per così dire, a cumularsi con quelli ivi esistenti, bensì a fornire un modello normativo – in massima parte vincolante – per la creazione di strumenti nuovi o, più spesso, per l'adattamento di strumenti preesistenti nei vari ordinamenti statali».

⁶ Il testo precedente definiva "crisi" lo «stato di squilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate». Il nuovo testo, modificato dall'art. 1, primo comma, lett. a), del d.lgs. n. 83/2022, definisce "crisi": lo «stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi».

⁷ Il ventottesimo considerando prevede che «gli Stati membri dovrebbero poter ampliare l'ambito di applicazione dei quadri di ristrutturazione preventiva stabilito dalla direttiva per includere le situazioni in cui il debitore attraversi difficoltà di natura non finanziaria, purché tali difficoltà comportino una reale e grave minaccia per la capacità effettiva o futura del debitore di pagare i suoi debiti in scadenza. Il quadro temporale rilevante per l'individuazione di tale minaccia può estendersi su un periodo di alcuni mesi, o anche più lungo, al fine di tenere conto dei casi nei quali il debitore attraversi difficoltà di natura non finanziaria che minacciano lo stato dei suoi affari in quanto continuità aziendale e, a medio termine, la sua liquidità. Può essere il caso, ad esempio, di un debitore che ha perso un appalto per lui fondamentale».

⁸ È bene ricordare che la direttiva (UE) 2019/1023 non dà una definizione di "crisi", che l'art. 2, ultimo comma, rimette, di fatto, ai singoli legislatori nazionali. La norma fa riferimento, nella versione italiana, alla "probabilità di insolvenza", e, rispettivamente, a "wahrscheinlichen Insolvenz", "likelihood of insolvency", "probabilité d'insolvabilité" nelle versioni germanofona, anglofona e francofona.

lett. c) del medesimo art. 2 per definire il “sovraindebitamento”, non fa più riferimento allo “squilibrio economico-finanziario” già in precedenza evocato; tale squilibrio non è più contemplato dalla lettera c), che eleva a presupposto generale, e quindi non più circoscritto soltanto agli imprenditori, la inadeguatezza, e solo l’inadeguatezza, dei flussi di cassa prospettici.

È un cambio di passo, che mira a fare della crisi un fenomeno sostanzialmente unitario⁹, il cui presupposto oggettivo è circostanziato con modalità indipendenti dalla natura e dall’attività del debitore che ne sia afflitto. Quindi, senza più apparentemente distinguere tra consumatori, professionisti ed imprenditori.

Le differenze tra questi soggetti, che pur sempre ci sono, attengono al modo in cui i soli imprenditori devono continuare ad attrezzarsi per percepire gli squilibri economico-finanziario che sono presagio della crisi¹⁰. Le misure e gli assetti, cui si riferisce in nuovo art. 3, terzo comma, c.c.i.i., modificato dall’art. 2 del d.lgs. n. 83/2022, che impongono agli imprenditori di cogliere i segnali di crisi anche nello squilibrio patrimoniale, non riguardano, infatti, i consumatori ed i professionisti; per questi ultimi, pertanto, rileverebbero solo i “flussi di cassa”, ossia le entrate e le uscite prevedibili nei successivi dodici mesi.

Il riferimento a questi soli flussi e non, quindi, allo squilibrio patrimoniale, desta, però, qualche perplessità. Infatti, se per un verso è apprezzabile l’intento di mettere a fuoco il primo eloquente segnale di crisi, qual è di certo l’insufficienza dei flussi di cassa¹¹, è pur vero che il patrimonio, che generi o me-

⁹ In tal modo il nostro ordinamento si avvicina maggiormente a quelli che, nell’ottica di una regolazione unitaria del fenomeno, tendono a descrivere univocamente lo stato di crisi. Per alcuni approfondimenti si veda C.G. PAULUS, *The new German preventive restructuring framework*, in questa *Rivista*, 2021, 9.

¹⁰ La scelta unitaria è infatti bilanciata dal nuovo art. 3, terzo comma, del c.c.i.i., nel testo modificato dall’art. 2 del d.lgs. n. 83/2022. L’art. 3 impone a tutti gli imprenditori, siano questi individuali o collettivi, di predisporre misure ed assetti idonei a «rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario». Per eventuali approfondimenti ci si permette di rinviare a M. BIANCA, *Allerta e dintorni: l’adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell’imprenditore individuale*, in questa *Rivista*, 2020, 55.

¹¹ Il maggiore pregio va probabilmente colto nel fatto che, una volta impiegata dall’art. 1, lett. c), del c.c.i.i., la nuova nozione di crisi appare maggiormente ispirata alla nozione di “*Überschuldung*”, sovraindebitamento, recata dal paragrafo 18 dell’*Insolvenzordnung* tedesco, che parla in proposito di “*drohende zahlungsunfähigkeit*”. Il predetto paragrafo 18, però, prevedendo che “*in aller Regel ist ein Prognosezeitraum von 24 Monaten zugrunde zu legen*”, prende in considerazione una più ampia finestra di ventiquattro mesi, in luogo dei dodici previsti dal nuovo art. 1, primo comma, lett. a), c.c.i.i.

no redditi, costituisce spesso la più importante garanzia generica per i creditori del sovraindebitato civile¹².

2. *Il trasferimento della composizione negoziata nel Codice: un'ulteriore nozione di crisi?*

Ma la metamorfosi della nozione di crisi continua con un'altra importante novità, che trova occasione nel salutare traghettamento della disciplina della composizione negoziata della crisi, introdotta dal d.l. 24 agosto 2021, n. 118 – convertito con modificazioni dalla l. 21 ottobre 2021, n. 147 – all'interno del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Il trasferimento, sancito dall'art. 6 del d.lgs. n. 83/2022, avviene inserendo nella Parte Prima del c.c.i.i. un nuovo Titolo Secondo, rubricato, per appunto, “Composizione negoziata della crisi, piattaforma unica nazionale, concordato semplificato e segnalazioni per la anticipata emersione della crisi”.

Il novello Titolo Secondo è aperto dall'art. 12 c.c.i.i. Questo stabilisce che l'imprenditore commerciale e agricolo possa accedere alla composizione negoziata quando si trovi «in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza e risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa»¹³. Com'è facile notare, il presupposto oggettivo è rimasto quello già previsto dall'art. 2 del d.l. 24 agosto 2021, n. 118. Tuttavia, è altrettanto evidente che, proprio per questo, la norma ingenera il dubbio che, a dispetto della scelta definitoria operata con il nuovo art. 2, lett. a), c.c.i.i., la nozione di crisi possa essere non più unitaria, ma in parte diversa.

Infatti, non è chiaro come l'imminenza della crisi, cui fa riferimento l'art. 12 del c.c.i.i., debba essere apprezzata¹⁴. Sulla sola base dell'evocato squilibrio patrimoniale o economico finanziario o, come stabilisce l'appena ricor-

¹² Si vedano i rilievi critici avanzati sul punto da M. FERRO, *Il codice della crisi di impresa e dell'insolvenza è legge: qualche novità*, 4 luglio 2022, reperibile all'indirizzo <https://www.altalex.com/documents/2022/07/04/codice-crisi-insolvenza-legge-novita>.

¹³ Quanto all'ulteriore presupposto, ovvero alla ragionevole possibilità di pervenire al risanamento dell'impresa, si veda Trib. Bergamo, 15 febbraio 2022, in *ifallimentarista.it*. Sul punto, v. F. LAMANNA, *Il codice della crisi e dell'insolvenza dopo il secondo correttivo*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 135.

¹⁴ I dubbi sembrano condivisi da S. AMBROSINI, *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 83/2022: brevi appunti su nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una notazione di fondo)*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 837.

dato art. 2, lett. a), c.c.i.i., che, a ben vedere, detta una definizione di “crisi” destinata a valere non ai soli fini del sovraindebitamento, ma per l’intero c.c.i.i.?

In altre parole, è da chiedersi se “la probabile crisi”, che è presupposto oggettivo della composizione negoziata, debba essere percepita prendendo in considerazione solo lo squilibrio patrimoniale o – si noti la congiunzione avversativa – economico-finanziario, ovvero, come dice il nuovo art. 2, lett. a), c.c.i.i., tenendo anche conto della insufficienza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi.

La questione, per quanto sottile, è tutt’altro che pretestuosa, dato che, di principio, *nomina sunt consequentia rerum*. Per quanto si tratti di due facce della stessa medaglia, essendo evidente il rapporto simbiotico tra lo squilibrio economico-finanziario e l’insufficienza dei flussi di cassa, l’impiego di locuzioni diverse in un unico provvedimento, qual è il c.c.i.i., genera qualche perplessità. In ultima analisi, lo squilibrio patrimoniale evocato dall’art. 12 sembra ispirarsi non all’art. 2, lett. a), che in effetti non lo contempla, ma alle misure ed agli assetti indicati dall’art. 3, terzo comma.

3. Crisi e rinegoziazione dei contratti nella composizione negoziata della crisi: un regime duale destinato ad esaurirsi?

Qualunque sia la nozione di crisi, questa contribuisce in maniera determinante alla individuazione dell’area di operatività della nuova disciplina della composizione negoziata della crisi e, a caduta, della eccezionale rinegoziazione dei contratti lì prevista. Quest’ultima continua, peraltro, ad essere figlia del suo tempo: il persistere delle eccezionali circostanze alla base della decretazione d’urgenza del 2021 – che il legislatore considera evidentemente non del tutto concluse¹⁵ – ha suggerito il ricorso ad un duplice regime, uno di applicazione generale, l’altro, per appunto, eccezionale.

Infatti, l’art. 46 del d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83, pur abrogando gran parte del d.l. 24 agosto 2021 n. 118, ne lascia in vigore l’art. 10, secondo comma,

¹⁵ Si dà per noto l’ampio dibattito apertosi a seguito della pandemia in merito all’utilizzo dei tradizionali rimedi manutentivi del contratto ed alla corrispondente tutela giudiziale. Nell’impossibilità di dar conto dei tantissimi studi sul tema, alcuni dei quali saranno comunque in seguito specificamente ricordati, si rinvia, per tutti, a: F. MACARIO, *Per un diritto dei contratti più solidale in epoca di coronavirus*, in *Giustiziacivile.com*, 2020, 207; A.A. DOLMETTA, *Il problema della rinegoziazione dei contratti (ai tempi del coronavirus)*, *ivi*, 2020, 319.

che continuerà quindi eccezionalmente ad applicarsi nel ricorrere della specifica circostanza lì stabilita, ovvero «se la prestazione è divenuta eccessivamente onerosa per effetto della pandemia da SARS-CoV-2»¹⁶.

In questi casi, prevede ancora l'art. 10, secondo comma, del d.l. 24 agosto 2021 n. 118, «L'esperto [...] può invitare le parti a rideterminare, secondo buona fede, il contenuto dei contratti ad esecuzione continuata o periodica ovvero ad esecuzione differita se la prestazione è divenuta eccessivamente onerosa per effetto della pandemia da SARS-CoV-2. In mancanza di accordo, su domanda dell'imprenditore, il tribunale, acquisito il parere dell'esperto e tenuto conto delle ragioni dell'altro contraente, può rideterminare equamente le condizioni del contratto, per il periodo strettamente necessario e come misura indispensabile ad assicurare la continuità aziendale. Se accoglie la domanda il tribunale assicura l'equilibrio tra le prestazioni anche stabilendo la corresponsione di un indennizzo»¹⁷.

È, invece, di applicazione generale l'art. 17, quinto comma, c.c.i.i., che, nel testo novellato dall'art. 6 del d.lgs. n. 83/2022, prevede che «Nel corso delle trattative l'esperto può invitare le parti a rideterminare, secondo buona fede, il contenuto dei contratti ad esecuzione continuata o periodica ovvero ad esecuzione differita se la prestazione è divenuta eccessivamente onerosa o se è alterato l'equilibrio del rapporto in ragione di circostanze sopravvenute. Le parti sono tenute a collaborare tra loro per rideterminare il contenuto del contratto o adeguare le prestazioni alle mutate condizioni». La disposizione, del tutto svincolata dalla pandemia, costituisce una misura strutturale¹⁸, l'u-

¹⁶ L'art. 10 d.l. n. 118/2021 è stato fatto oggetto di molti commenti, ovviamente ancora attuali in vigenza del regime duale che ne prevede la sopravvivenza. Tra i tanti, anche per le ulteriori indicazioni riportate in nota: F. ANGIOLINI, *Sopravvenienze contrattuali e composizione negoziata: quali rimedi*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 585; O. CAGNASSO, *Codice della crisi e diritto dei contratti: qualche spunto*, in *Corporate Governance*, 2022, 263; I. PAGNI, *Crisi di impresa e crisi del contratto al tempo dell'emergenza sanitaria, tra autonomia negoziale e intervento del giudice*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, 349; M. FABIANI, *Il valore della solidarietà nell'approccio e nella gestione della crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2022, 10.

¹⁷ In questa eccezionale ipotesi resta quindi ferma la possibilità di ricorrere al tribunale, che ai sensi dell'art. 46, terzo comma, del d.lgs. n. 83/2022 è quello competente a norma dell'articolo 27 del c.c.i.i. In merito alla possibilità che il ricorso venga introdotto malgrado l'inerzia dell'esperto, F. ANGIOLINI, (nt. 16), 600; G. LENER, *Appunti sull'autonomia privata e sulla rinegoziazione del d.l. 118/2021*, in *Le nuove misure di regolazione della crisi di impresa. Commento al D.L. n. 118 del 2021 conv. con L. n. 147 del 2021*, a cura di L. DE SIMONE, M. FABIANI, S. LEUZZI, in *Diritto della Crisi*, num. spec., novembre 2021, 175, reperibile in www.dirittodellacrisi.it.

¹⁸ La rinegoziazione dei contratti, seppur diversamente disciplinata, fa quindi ormai sta-

nica destinata a durare allorché, come si spera, l'emergenza sarà cessata.

Si pongono, però, alcune questioni.

Va infatti osservato che, stante la sostanziale abrogazione dell'intero d.l. 24 agosto 2021, n. 118¹⁹, non è chiaro come possa sopravvivergli il solo art. 10, secondo comma, evidentemente incapace di vivere di luce propria. Come potrà applicarsi? L'interrogativo è alimentato dal fatto che il persistente regime duale concerne solo la rinegoziazione dei contratti, ma non le procedure di composizione negoziata della crisi che, con l'abrogazione della quasi totalità del d.l. 24 agosto 2021, n. 118, sono ovviamente unificate nel solo ed unico strumento previsto dagli artt. 12 ss. del c.c.i.i., nel testo novellato dal d.lgs. n. 83/2022.

Quindi, l'ipotesi più plausibile è che, fino alla cessazione degli effetti di quella pandemia – ma la questione verrà in seguito ripresa – il secondo comma dell'art. 10 del d.l. 24 agosto 2021, n. 118 debba ritenersi sostanzialmente, anche se non formalmente, integrato nell'art. 17 c.c.i.i. Sicché, avviata l'ormai unica procedura di composizione prevista dall'art. 12 c.c.i.i., il regime della rinegoziazione sarà diverso a seconda che l'eccessiva onerosità dipenda o meno dalla pandemia.

Tale scelta si presta ad almeno tre considerazioni.

In primo luogo, è da chiedersi se questa sia ancora giustificata e se non si potesse, invece, mandare definitivamente in soffitta anche l'art. 10, secondo comma, del d.l. 24 agosto 2021, n. 118. L'interrogativo non è dettato da eccessivo ottimismo, ma dalla riflessione che, a distanza di più di due anni dall'emersione del Covid ed alla luce del fortissimo ammorbidimento dell'iniziale regime di limitazioni, è lecito dubitare che possa ancora parlarsi di misure emergenziali e di quella eccezionalità ed urgenza che giustificava quelle norme. La sensazione è che non sia così, ma, dato che, come meglio si dirà appresso, la disciplina attiene ai contratti di durata, è plausibile che la cautela sia stata dettata dall'eventualità che alcuni contratti stipulati prima dell'esplosione della pandemia nel marzo del 2020 possano ancora (eccezionalmente) necessitare di un'equa manutenzione giudiziale.

La seconda considerazione, per qualche verso connessa alla precedente, concerne la possibilità che, una volta conclusa la pandemia, quella necessità

bilmente parte del diritto della crisi. Sul "cambio di passo" già segnato dal d.l. n. 118/2021 si veda, per tutti, V. MINERVINI, *La nuova "composizione negoziata" alla luce della Direttiva "Insolvency"*. *Linee evolutive (extracodicistiche) dell'ordinamento italiano*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 251.

¹⁹ L'art. 46, primo comma, lett. a), abroga espressamente gli artt. 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18 e 19, commi 1, 2 e 3.

ed urgenza possa essere direttamente sostituita dal subentrare di altre contingenze, già sottolineate dalle parti sociali, quali il conflitto in corso e le crisi energetiche. Per quanto si auspichi il contrario, anche perché i conflitti e le crisi energetiche dovrebbero ancora avere un gradiente di prevedibilità diverso da quello delle pandemie, non è banale chiedersi se il legislatore potrà resistere ad una richiesta di adattamento dell'art. 10, secondo comma, del d.l. 24 agosto 2021, n. 118 a queste nuove emergenze.

Infine, ma ci sarebbe ancora molto altro da dire²⁰, va comunque apprezzata la scelta di non inserire nell'art. 17, quinto comma, c.c.i.i. i due regimi, soluzione che, decretata la fine della pandemia, avrebbe obbligato al rimaneggiamento di una norma che dovrebbe invece strutturalmente sopravvivere.

4. Cenni alla disciplina dei contratti nella direttiva (UE) 2019/1023: la rinegoziazione.

Dato che, dopo le iniziali considerazioni sul presupposto oggettivo della composizione negoziata della crisi, questo saggio intende occuparsi della rinegoziazione che trovi causa in essa, è bene ricordare che la legislazione europea non contempla affatto l'introduzione di una sua specifica disciplina destinata ad operare nel contesto dei quadri di ristrutturazione. Anzi, l'approccio della direttiva (UE) 2019/1023 è di tutt'altro segno²¹, dato che questa afferma a chiare lettere di non voler promuovere e di voler persino disincentivare l'impiego di soluzioni diverse da quelle ordinariamente previste dal diritto dei contratti.

Ne offrono testimonianza i considerando, che, come sempre più spesso ac-

²⁰ Altra questione, comunque connessa, riguarda la tenuta costituzionale di un simile regime duale, che, consentendo il ricorso al tribunale solo «se la prestazione è divenuta eccessivamente onerosa per effetto della pandemia da SARS-CoV-2», potrebbe segnare una differenza troppo marcata per gli imprenditori che si trovino a fronteggiare una eccessiva onerosità dovuta ad altri eventi altrettanto drammatici, quali quelli indicati nel testo. All'opposto, altrettanti dubbi potrebbero derivare dal fatto che i terzi contraenti con l'imprenditore, anche se operanti nelle medesime condizioni – si pensi a due fornitori della medesima prestazione – si troveranno soggetti ai due diversi regimi di rinegoziazione solo in dipendenza del fatto che l'accresciuta onerosità della prestazione dipenda o meno dalla pandemia.

²¹ In merito alle modalità di armonizzazione scelte dal legislatore europeo si vedano: C. CAVALLINI, M. GABOARDI, (nt. 5), 1025; S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 1023/2019*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1254.

cade, non solo giovano a spiegare le scelte di fondo, ma contribuiscono a determinare il contenuto delle disposizioni direttamente precettive o, come nel caso di specie, a spiegare proprio la ragione dell'eloquente assenza di una disciplina positiva della rinegoziazione.

Il tema è illustrato già nel secondo considerando. Questo, dopo aver enunciato che «la ristrutturazione dovrebbe consentire ai debitori in difficoltà finanziarie di continuare a operare, in tutto o in parte, modificando la composizione, le condizioni o la struttura delle loro attività e delle loro passività», precisa che, tuttavia, «salvo specifica disposizione contraria del diritto nazionale, i cambiamenti operativi, come la risoluzione o la modifica dei contratti o la vendita o altro atto dispositivo delle attività, dovrebbero rispettare i requisiti generali previsti dal diritto nazionale per tali misure, in particolare il diritto civile e il diritto del lavoro».

Quindi, per il legislatore europeo l'avvio della ristrutturazione non potrebbe di per sé giustificare la “modifica dei contratti”, che, anzi, dovrebbe preferibilmente continuare a seguire le regole di diritto comune²² che già la disciplinano²³.

Ma cosa si intende nella direttiva per “modifica” dei contratti? La locuzione, espressa nelle varie lingue in termini comunque genericamente evocanti una qualsiasi variazione del rapporto²⁴, è destinata ad adattarsi ai diversi contesti, sì da assumere il significato proprio dei fenomeni e dei negozi, tipici ed eventualmente atipici, che in ciascun ordinamento sono atti a produrre un simile effetto.

Quindi, per quanto attiene al nostro ordinamento, dovrebbe comprendere

²² Merita rammentare che diversi ordinamenti nazionali, tra i quali quello tedesco e quello francese, disciplinano la rinegoziazione e l'adeguamento del contratto in termini più ampi di quelli previsti nel nostro ordinamento. Tra i tanti: F. PIRAINO, *Osservazioni intorno a sopravvenienze e rimedi nei contratti di durata*, in *Eur. dir. priv.*, 2019, 385.

²³ Per quanto attiene ai rapporti di lavoro, l'art. 13, par. 2, della direttiva rimette la questione ai singoli Stati membri, prevedendo che «Qualora il piano di ristrutturazione comprenda misure suscettibili di comportare cambiamenti nell'organizzazione del lavoro o nelle relazioni contrattuali con i lavoratori, tali misure sono approvate da tali lavoratori se in questi casi il diritto nazionale o i contratti collettivi prevedono tale approvazione». Sul punto, G. GIOIA, *La tutela legislativa comunitaria del lavoratore nella crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 349.

²⁴ La locuzione utilizzata dalla direttiva potrebbe in astratto comprendere tanto le modificazioni soggettive, cui si riferisce l'art. 1235 c.c., quanto quelle oggettive. Su tale distinzione si vedano, tra i tanti: F. CARRESI, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, continuato da L. MENGONI, Milano, Giuffrè, 1987, 809; A. ZACCARIA, voce *Novazione*, in *Dig. disc. priv.*, sez. civ., XII, 1995, 280.

non soltanto la novazione contrattuale²⁵ regolata dall'art. 1230 c.c., che per il suo essenziale effetto estintivo raramente si attaglierebbe alla fattispecie²⁶, ma anche la più semplice variazione di talune condizioni contrattuali, quali gli elementi accidentali, regolata dall'art. 1231 c.c.²⁷.

In entrambi i casi la modifica richiederebbe l'accordo di tutti i contraenti²⁸, consenso che, in linea di principio, le parti, in specie quella in bonis che subirebbe la rinegoziazione, sarebbero libere di prestare o meno; senza che, in assenza dell'assunzione di un precedente impegno in tal senso, la mancata prestazione del consenso possa dar luogo ad azione giudiziale²⁹. L'unica eccezione in tal senso potrebbe essere rappresentata dall'equo riequilibrio giudiziale delle prestazioni a rimedio dell'eccessiva onerosità sopravvenuta, di cui si dirà meglio appresso, e dall'adeguamento del corrispettivo dell'appalto.

La direttiva farebbe però salve, perché comunque con essa compatibili, le diverse specifiche disposizioni eventualmente previste dai legislatori nazionali. Insomma, merita rimarcarlo, il legislatore europeo non prevede e nemmeno promuove l'adozione di regole diverse da quelle ordinarie, ma rimette ai singoli Stati la scelta di introdurre o meno degli specifici doveri di rinegoziazione in occasione delle procedure di crisi.

²⁵ Sulla nozione di novazione contrattuale si vedano, tra i tanti, C.M. BIANCA, *Diritto civile. 4. L'obbligazione*, Milano, Giuffrè, 1990, 456; U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA, P. ZATTI, Milano, Giuffrè, 1991, 688; A. CALABRESE, *Sub art. 1230*, in *Codice Civile commentato*, a cura di M. FRANZONI, R. ROLLI, Torino, Giappichelli, 2018, 1672; G. DORIA, *La novazione dell'obbligazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, continuato da L. MENGONI, Milano, Giuffrè, 2012, *passim*; A. ZACCARIA, (nt. 24), 280.

²⁶ Come meglio si vedrà appresso, la rinegoziazione in questione sembra costituire una fattispecie a sé stante ed in effetti è poco plausibile l'intervento di una modifica così sostanziale, per di più accompagnata dalla volontà di estinguere e sostituire il precedente rapporto obbligatorio. In merito ai presupposti della novazione v. Cass., sez. lav., 29 ottobre 2018, n. 27390, in *Giust. civ. mass.*, 2018.

²⁷ È noto il dibattito sulla misura dell'*aliquid novi* che sul piano oggettivo distingue la novazione dalle mere variazioni di alcuni elementi accessori dell'obbligazione. Si vedano: C.M. BIANCA, (nt. 25), 449; A. CALABRESE, *Sub art. 1231*, in *Codice Civile commentato*, (nt. 25), 1675.

²⁸ Si veda nuovamente C.M. BIANCA, (nt. 25), 456.

²⁹ Altra questione, della quale si dirà meglio in seguito, è quella riguardante il dovere di rinegoziare le condizioni contrattuali in caso di eccessiva onerosità sopravvenuta, che da tempo impegna la dottrina civilistica. Si vedano, tra i tanti: E. GABRIELLI, *Dottrine e rimedi nella sopravvenienza contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 55; P. GALLO, *Soppravvenienze contrattuali e problemi di gestione del contratto*, Milano, Giuffrè, 1992, *passim*; F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996, *passim*; E. TUCCARI, *Soppravvenienze e rimedi nei contratti di durata*, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2018, *passim*.

5. (segue). *Lo scioglimento del contratto da parte del contraente in bonis.*

Ferma restando l'assenza di una disciplina precettiva della rinegoziazione, per il legislatore europeo è comunque ben chiaro lo stretto legame corrente tra la ristrutturazione ed i contratti; quindi, la direttiva si preoccupa di assicurare che il successo delle procedure non venga compromesso dal ricorso ad altri istituti rimediali tipici del diritto dei contratti. Il tema è per molti versi contiguo, dato che, in una sorta di entropia, l'assenza di una disciplina della rinegoziazione trova un parziale contrappeso nella limitazione delle tutele, negoziali e legali, usualmente spettanti all'altro contraente *in bonis*.

La prima preoccupazione è che l'accesso ai quadri di ristrutturazione possa essere pattiziamente previsto quale fatto di per sé solo legittimante l'altro contraente allo scioglimento del rapporto o alla sospensione della prestazione³⁰.

Il tema è ben illustrato dal quarto considerando, dedicato alle così dette clausole *ipso facto*, ossia delle pattuizioni «che autorizzano (i creditori) a risolvere il contratto di fornitura per il solo motivo dell'insolvenza, anche se il debitore ha debitamente rispettato i propri obblighi». Il legislatore europeo chiarisce che mentre simili clausole potrebbero essere legittimamente invocate «quando il debitore chiede misure di ristrutturazione preventiva», altrettanto non dovrebbe accadere «quando il debitore sta semplicemente negoziando un piano di ristrutturazione o chiedendo la sospensione delle azioni esecutive individuali, o in collegamento con qualsiasi circostanza connessa alla sospensione». La ragione del divieto, sancito dalle successive disposizioni precettive, va colta nel fatto che «la risoluzione anticipata può avere un impatto negativo sull'impresa del debitore e sul suo efficace salvataggio».

La tutela ed il perseguimento di siffatti obiettivi prevalgono sull'autonomia privata e la scelta del legislatore europeo è netta: in tali casi «è necessario stabilire che i creditori non possano invocare le clausole *ipso facto* che fanno riferimento alle trattative sul piano di ristrutturazione, alla sospensione o a qualsiasi analoga circostanza connessa alla sospensione». In definitiva, il considerando postulerebbe la non operatività di una clausola risolutiva espressa collegata all'avvio della negoziazione o, forse, dato l'intento di intercettare ogni altra clausola idonea a generare la risoluzione, al verificarsi delle circostanze

³⁰ Il legislatore europeo sembra occuparsi del solo scioglimento, ma non della modifica del contratto. La questione è nota, anche per la regolazione datavi, sul fronte interno, dal d.l. n. 118/2021. Sul punto si veda, ad esempio, G. RANA, *Le misure protettive e cautelari nella composizione negoziata di cui al D.L. n. 118/2021*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 282.

atte a comportare analoghi effetti sostanziali per la perdita del beneficio del termine³¹.

Passando alle successive disposizioni, l'art. 7, par. 5, della direttiva (UE) 2019/1023 dà corpo al considerando. Con un testo che, almeno nella versione italiana, è volto a precludere ogni tentativo di sottrarsi al divieto, la norma impone agli Stati membri di non consentire di rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti³² né di risolverli, di anticiparne la scadenza o di modificarli in altro modo a danno del debitore in forza di una clausola contrattuale che prevede tali misure, in ragione esclusivamente di una richiesta di apertura o dell'apertura di una procedura di ristrutturazione preventiva, ovvero per la richiesta o la concessione della sospensione delle azioni esecutive individuali.

6. (segue). *La sospensione della prestazione da parte del contraente in bonis.*

Ma al tema del rapporto con l'autonomia privata, riguardante le c.d. clausole *ipso facto* se ne aggiunge un altro, intuibilmente ancora più delicato. Stavolta, è quello riguardante il rapporto con gli ordinari rimedi previsti dagli ordinamenti nazionali a tutela dell'esatto adempimento delle obbligazioni. Si pensi, per tutte, all'eccezione di inadempimento disciplinata dall'art. 1460 c.c.³³.

³¹ A tale ultimo proposito merita ricordare che, sulla scorta della dottrina sull'*anticipatory breach of contract*, sostanzialmente ripresa dall'art. 72, comma secondo, della Convenzione di Vienna sulla vendita internazionale, diversi ordinamenti nazionali prevedono la manutenzione e la risoluzione del contratto per l'inadempimento anticipato. Sul tema si veda, anche per il pertinente raffronto con il diritto della crisi, T. PERTOT, *L'inadempimento anticipato. Dalla tutela manutentiva ai rimedi risolutivi*, Napoli, ESI, 2021, 203.

³² Merita ricordare che l'art. 2, par. 1, n. 5 della direttiva (UE) 2019/1023 definisce "ineseguito" «un contratto tra il debitore e uno o più creditori ai sensi del quale le parti hanno ancora obblighi da adempiere nel momento in cui è concessa o applicata la sospensione delle azioni esecutive individuali». Si esprimono negli stessi termini anche le versioni in altre lingue. L'art. 7 della direttiva, nella versione italiana, invece, non parla di contratti "ineseguiti", ma di "contratti pendenti". È plausibile che questa diversa locuzione, obiettivamente non coincidente con quella impiegata all'art. 2, non implichi una differenza, ovviamente non consentita, ma sia solo frutto della tralatizia abitudine a far ricorso alla nota espressione utilizzata dall'art. 72 l. fall. Su questa nozione si veda il recente saggio di E. GABRIELLI, *Il contratto preliminare nella disciplina dei contratti pendenti*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 613.

³³ In merito all'eccezione di inadempimento, si vedano, per tutti: A.M. BENEDETTI, *Le autodifese contrattuali. Artt. 1460-1462*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLE-

Fino a che punto è possibile sospenderne l'impiego a vantaggio della ristrutturazione?

La questione sembrerebbe interessare solo i così detti contratti essenziali, ossia quelli relativi alle utenze, ai servizi informatici ed ai pagamenti elettronici, dei quali si deve assicurare il mantenimento e l'esecuzione nel corso delle trattative del piano ristrutturazione, anche quando a siffatte trattative si coniughi il divieto di azioni esecutive individuali che impedisca all'altro contraente di esigere le precedenti prestazioni inadempite.

Di tali contratti si occupa espressamente il quarantunesimo considerando. Sul presupposto che «la risoluzione anticipata può compromettere la capacità di un'impresa di continuare a operare durante le trattative di ristrutturazione, in particolare per quanto riguarda i contratti di fornitura di beni o servizi essenziali quali gas, energia elettrica, acqua, telecomunicazioni e servizi di pagamento tramite carta», gli Stati membri sono invitati a prevedere che durante il periodo di sospensione a siffatti creditori «non sia consentito di rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti essenziali né di risolverli, di anticiparne la scadenza o modificarli in altro modo, purché il debitore adempia gli obblighi che gli incombono a norma di tali contratti in scadenza durante la sospensione».

Quindi, secondo un meccanismo noto alle procedure di crisi, il fatto che il creditore non possa agire per l'escussione dei corrispettivi *pro preterito* dovutigli non potrebbe legittimare la sospensione delle ulteriori prestazioni né, tanto meno, la risoluzione del contratto, sempre che, si intende, questi ottenga il pagamento delle prestazioni in corso. Non è chiaro, però, a quali contratti si riferisca il considerando. Il dubbio nasce dal fatto che, dopo l'anzidetto riferimento ai “contratti essenziali”, l'ultima frase richiama, invece, la ben più ampia categoria dei “contratti pendenti”, facendo l'esempio dei «contratti di locazione e gli accordi di licenza, i contratti di fornitura a lungo termine e gli accordi di franchising».

L'anzidetto dubbio è fugato, ma solo in parte, dalle successive disposizioni precettive. L'art. 7, par. 4, della direttiva (UE) 2019/1023 dà corpo al considerando stabilendo che gli Stati membri debbano prevedere norme che impediscano ai creditori cui si applica la sospensione di rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti essenziali, o di risolverli, anticiparne la scadenza o modificarli in altro modo a danno del debitore, in relazione ai debiti sorti prima della sospensione, per la sola ragione di non essere stati pagati dal debitore. L'ado-

SINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2011, 5; R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. SACCO, **, Torino, Utet, 1993, 526.

zione delle medesime norme è invece opzionale per i contratti pendenti non essenziali. Dato che quest'ultima opzione rende oltremodo necessaria l'identificazione della fattispecie, la norma ritorna sulla nozione di "contratti pendenti essenziali", che sono quelli «necessari per la continuazione della gestione corrente dell'impresa, inclusi i contratti relativi alle forniture la cui interruzione comporterebbe la paralisi dell'attività del debitore».

Il nostro legislatore ha dato attuazione all'intero art. 7 della direttiva. Nel procedervi, non ha inteso avvalersi dell'opzione e non ha operato, quindi, alcuna distinzione. Il nuovo art. 18, quinto comma, del d.lgs. n. 14/2019, come già in precedenza l'art. 6, quinto comma, del d.l. n. 118/2021, si riferisce a tutti i contratti e la loro essenzialità non assume, almeno all'apparenza, rilievo³⁴.

7. Ambito di applicazione della rinegoziazione: irrilevanza dell'assorbimento nella normale alea contrattuale?

Ripercorsa la disciplina europea, è ora di tornare ad occuparsi più direttamente di quella interna.

I due regimi di rinegoziazione descritti nel terzo paragrafo rispondono a presupposti e logiche in parte comuni, in parte diversi.

I profili di comunanza sono molteplici.

Spicca anzitutto il fatto che in entrambi i casi la disciplina trova applicazione in relazione ai soli «contratti ad esecuzione continuata o periodica, ovvero ad esecuzione differita». Quindi, stante l'identica locuzione letterale, alle medesime categorie di contratti passibili di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta ai sensi dell'art. 1467 c.c.³⁵.

³⁴ Il legislatore italiano si è adeguato alla direttiva. L'art. 6, quinto comma, del d.l. n. 118/2021 stabiliva già che «I creditori interessati dalle misure protettive non possono, unilateralmente, rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti o provocarne la risoluzione, né possono anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore per il solo fatto del mancato pagamento dei loro crediti anteriori rispetto alla pubblicazione dell'istanza di cui al comma 1». L'art. 18, quinto comma, del d.lgs. n. 14/2019, parte del nuovo Titolo Secondo introdotto dal d.lgs. n. 83/2022, ripropone la medesima soluzione, prevedendo che «I creditori nei cui confronti operano le misure protettive non possono, unilateralmente, rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti o provocarne la risoluzione, né possono anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore per il solo fatto del mancato pagamento di crediti anteriori rispetto alla pubblicazione dell'istanza di cui al comma 1. I medesimi creditori possono sospendere l'adempimento dei contratti pendenti dalla pubblicazione dell'istanza di cui al comma 1 fino alla conferma delle misure richieste».

³⁵ Sulla nozione di contratti ad esecuzione continuata, periodica o differita si vedano, per

L'impiego della stessa locuzione utilizzata dal codice civile³⁶ non deve però indurre a pensare che vi sia una necessaria coincidenza e che la rinegoziazione dei contratti nel contesto della crisi, dipenda questa o meno dalla pandemia, riguardi gli stessi contratti passibili di risoluzione per il sopravvenire di un'eccessiva onerosità³⁷. È plausibile che non sia così, perché un vasto ordine di ragioni induce a pensare che l'ambito di operatività della rinegoziazione legata alla crisi sia più ampio di quella della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

La prima di siffatte ragioni discende dal fatto che, a differenza di quanto prevede l'art. 1467, secondo comma, c.c., che non consente il ricorso al rimedio allorché l'eccessiva onerosità rientri nella normale alea di qualsiasi rapporto sinallagmatico³⁸, l'art. 10 del d.l. n. 118/2021 e l'art. 17 del d.lgs. n. 83/2022 non vi fanno, invece, riferimento.

Quindi, mentre le oscillazioni di valore delle prestazioni³⁹ che siano conseguenza delle normali dinamiche di mercato⁴⁰ rientrerebbero in quell'alea che non consente di fare ricorso alla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta prevista dall'art. 1467 c.c.⁴¹, le medesime variazioni potrebbero,

tutti: C.M. BIANCA, *Diritto civile. 5. La responsabilità*, Milano, Giuffrè, 1994, 392; C.G. TERANOVA, *L'eccessiva onerosità nei contratti. Artt. 1467-1469*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 1995, 56.

³⁶ Il ricorso alla medesima locuzione già prevista dall'art. 1467 c.c. non è del tutto sintonica con quella del legislatore europeo. Infatti, l'art. 2, par. 1, n. 5, della direttiva (UE) 2019/1023, non fa riferimento ai contratti ad esecuzione continuata o periodica, ma al "contratto ineseguito". La stessa norma definisce tale «un contratto tra il debitore e uno o più creditori ai sensi del quale le parti hanno ancora obblighi da adempiere nel momento in cui è concessa o applicata la sospensione delle azioni esecutive individuali».

³⁷ Sul punto si veda anche O. CAGNASSO, (nt. 16), 266.

³⁸ Sul punto è ancora degno di menzione lo studio di R. NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 1958, 1024. Quanto al controverso metodo di raffronto da impiegare per stabilire il superamento della normale alea contrattuale, si veda P. GALLO, voce *Eccessiva onerosità sopravvenuta*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, VII, 1991, 240.

³⁹ Per l'irrelevanza del tasso di cambio nelle obbligazioni pecuniarie da adempiersi in altra valuta v. Cass., 21 aprile 2011, n. 9263, in *Guida dir.*, 2011, 24, 62.

⁴⁰ La sproporzione dovrebbe essere incompatibile con la natura e la funzione del contratto; G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*³, IV, t. II, in *Commentario del codice civile*, redatto a cura di magistrati e docenti, Torino, Utet, 1980, 658; C.M. BIANCA, (nt. 35), 391; F. GALGANO, *Le obbligazioni e i contratti, Tomo Primo, Obbligazioni in generale. Contratti in generale*, Padova, Cedam, 1993, 467; P. GALLO, (nt. 38), 241.

⁴¹ In questo senso, escludendo che il persistere di quelle condizioni di mercato possa assumere rilievo facendo ricorso alla presupposizione negoziale, v. Cass., 15 dicembre 2021, n.

invece, legittimare la richiesta di rinegoziazione delle condizioni contrattuali da parte del debitore in crisi. La conclusione, imposta dal diverso tenore delle due norme, non sembra contestabile, a meno di ritenere che la tolleranza della normale alea contrattuale rappresenti un principio generale applicabile non solo all'eccessiva onerosità sopravvenuta disciplinata dall'art. 1467 c.c., ma ad ogni rinegoziazione⁴², ivi comprese quelle che trovino occasione nella composizione negoziata della crisi⁴³. Se così non fosse, il fatto che l'onerosità non ecceda la normale alea contrattuale presente in ogni contratto ad esecuzione in tutto o in parte differita sarebbe di per sé irrilevante: i contratti passibili di rinegoziazione nel corso di siffatta composizione sarebbero quindi in potenza ben più numerosi di quelli astrattamente rientranti nella sfera dell'art. 1467 c.c.⁴⁴.

8. (segue). *I contratti aleatori per natura o volontà dei contraenti.*

In secondo luogo, merita ricordare che, a prescindere dalla dimensione dell'alterazione del rapporto e, quindi, anche ove questa eccedesse la normale alea contrattuale, l'art. 1469 c.c. non consente il ricorso al rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità nel caso dei contratti aleatori; senza che ciò comporti differenza, tanto quelli che lo siano per la loro natura, quanto quelli che lo divengano per volontà delle parti.

I primi, i contratti naturalmente aleatori, altrimenti detti contratti aleatori

40279, in *D & G*, 2021, 16 dicembre, con nota di G. TARANTINO. Si veda anche Cass., 25 maggio 2007, n. 12235, in *Giust. civ. mass.*, 2007, 7.

⁴² Il tema è obiettivamente complesso, per la difficoltà di stabilire ancor prima con certezza cosa si intenda per siffatti principi. Sul punto v. R. GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, continuato da L. MENGONI, Milano, Giuffrè, 1998, 271 e ss. Il dubbio avanzato nel testo è alimentato dall'eccezionalità tradizionalmente riconosciuta all'art. 1467 c.c.

⁴³ Conclusione che potrebbe forse essere anche legittimata dal fatto che entrambe le norme speciali prevedono un reciproco dovere di buona fede oggettiva, che escluderebbe la rinegoziazione per circostanze di scarso peso.

⁴⁴ Il tema è affrontato, ma solo con riferimento all'art. 10, secondo comma, del d.l. n. 118/2021, nello scritto – ovviamente provvisorio – presentato al convegno annuale di Orizzonti del diritto commerciale nel maggio 2022 da O. CAGNASSO, *Sopravvenienze da svilimento della controprestazione alla luce della crisi da pandemia*, reperibile in www.orizzontideldiritto.commerciale.it. L'Autore sembra concludere per l'irrelevanza, almeno in quel caso, del mancato superamento della normale alea contrattuale, che avrebbe senso in presenza del rimedio risolutorio, ma non allorché si tratti di una manutenzione del rapporto.

tipici⁴⁵, sono quelli che per loro struttura pongono a carico di una o, più spesso, di entrambe le parti il rischio della sproporzione delle prestazioni in conseguenza di un fattore casuale⁴⁶. I rischi inclusi sono peraltro normalmente circoscritti entro le aree tipicamente individuate dal contratto.

I secondi, i contratti volutamente aleatori, sono quelli che per loro natura non presenterebbero profili di aleatorietà, che vi vengono però introdotti dalle parti⁴⁷.

Come si è detto, tanto l'art. 10, secondo comma, del d.l. 24 agosto 2021, n. 118, quanto il novellato art. 17, quinto comma, c.c.i.i., non fanno però alcun riferimento all'alea; ancora una volta è quindi necessario chiedersi se l'aleatorietà del contratto possa comunque assumere qualche rilievo, impedendo o, almeno, limitando l'accesso alle due fattispecie di rinegoziazione⁴⁸.

Il tema, certamente complesso⁴⁹, meriterebbe un vasto studio sistematico, che eccede la prima sommaria analisi qui condotta. Comunque sia, in linea di massima sembrerebbe da escludere la rinegoziabilità dei contratti naturalmente aleatori, la cui struttura – si pensi ad esempio all'attualizzazione del rischio ed alla determinazione del premio nel settore assicurativo – male si presta alla rideterminazione della misura di una soltanto delle due prestazioni. Si potrebbe forse fare salva, dove consentita dalla struttura del contratto tipicamente aleatorio, l'eventualità di una contestuale adeguamento di entrambe le prestazioni; tuttavia, è chiaro che in questo modo il rapporto manterrebbe il suo equilibrio originario, mutando solo la dimensione, ma non la proporzione, delle sue prestazioni.

La conclusione potrebbe invece essere diversa per i contratti volutamente aleatori, che potrebbero essere strutturalmente capaci di meglio sopportare una contenuta rinegoziazione. La risposta potrebbe essere positiva per i contratti che, pur mantenendo la loro natura commutativa, vedessero un contraente rinunciare, assumendo il rischio, alla modificazione della propria prestazione a fronte del sopravvenire di circostanze che la legittimerebbero; sarà invece ne-

⁴⁵ In merito alla nozione di contratti aleatori tipici: G. BELLI, *L'alea e il contratto aleatorio: dalla nozione di rischio alla costruzione della categoria*, in *Studium iuris*, 2013, 771; G. DI GIANDOMENICO, D. RICCIO, *I contratti speciali. I contratti aleatori*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. BESSONE, XIV, Torino, Giappichelli, 2005, 59; R. NICOLÒ, (nt. 38), 1030.

⁴⁶ C.M. BIANCA, (nt. 35), 403; C.G. TERRANOVA, (nt. 35), 153.

⁴⁷ C.M. BIANCA, (nt. 35), 404; C.G. TERRANOVA, (nt. 35), 159.

⁴⁸ Si veda anche O. CAGNASSO, (nt. 16), 267.

⁴⁹ Si veda il cenno fattovi anche da O. CAGNASSO, (nt. 44).

gativa quando l'alea convenzionale incida direttamente sull'oggetto del contratto⁵⁰.

9. *Indisponibilità del dovere di rinegoziazione.*

Le riflessioni appena condotte in merito ai contratti volutamente aleatori aprono un ulteriore scenario ed inducono a chiedersi se la rinegoziazione prevista dal diritto della crisi possa essere aprioristicamente esclusa tramite un'apposita convenzione contrattuale.

Prima di addentrarsi maggiormente nel tema, che anche stavolta può essere solo accennato, è bene ricordare che, come si è detto, la questione non è direttamente affrontata dalla direttiva (UE) 2019/1023, che si occupa solo delle clausole *ipso facto*, ovvero di quelle, evidentemente diverse, che prevedono lo scioglimento del contratto. Tuttavia, la questione qui posta non lascia del tutto indifferente il legislatore europeo, ben consapevole del fatto che il successo della ristrutturazione potrebbe spesso dipendere da una modifica dei contratti in corso atto a consentirne la prosecuzione.

Questo premesso, la dottrina già occupatasi del tema in occasione del d.l. 2 marzo 2020, n. 9⁵¹ ritiene che, stante l'eccezionalità della disposizione legata alla pandemia, una simile pattuizione non potrebbe efficacemente escludere la rinegoziazione.

La soluzione va condivisa, ma, per una più specifica ragione, che potrebbe in fondo applicarsi non solo alla rinegoziazione eccezionalmente regolata dall'art. 10, secondo comma, del d.l. n. 118/2021, ma anche alla rinegoziazione strutturale prevista dall'art. 17, quinto comma, c.c.i.i.

Entrambe le disposizioni, prevedendo un obbligo di negoziazione secondo buona fede volto a supportare il primario obiettivo della composizione negoziata della crisi, tutelano un interesse di ordine pubblico economico, di cui le parti non potrebbero preventivamente disporre tramite una pattuizione che escludesse comunque la stessa negoziazione. La conclusione è supportata anche dal fatto in entrambi i casi la promozione della rinegoziazione non è rimessa all'iniziativa delle parti, ma a quella dell'esperto, che non potrebbe essere preventivamente privato di un potere di impulso di cui è l'uni-

⁵⁰ Per maggiori approfondimenti in merito alla distinzione appena tracciata nel testo si veda R. NICOLÒ, (nt. 16), 1028.

⁵¹ S. VERZONI, *Gli effetti, sui contratti in corso, dell'emergenza sanitaria legata al Covid 19*, in *Giustiziacivile.com*, 2020, 213.

co a poter disporre e che questi sarebbe anzi tenuto ad esercitare ogni qual volta ne ravvisasse, sulla base della propria discrezionalità tecnica, l'opportunità⁵².

10. *Differenze tra i due regimi di rinegoziazione.*

Tra le due fattispecie di negoziazione corrono peraltro anche delle significative differenze.

Anzitutto, per l'evidente ragione che l'art. 10 del d.l. n. 118/2021 è destinato ad operare solo se il sopravvenire dell'eccessiva onerosità della prestazione sia imputabile alla pandemia da SARS-CoV-2. Quindi, a conferma dell'eccezionalità, la norma potrà applicarsi ai soli contratti stipulati prima della pandemia⁵³ e la cui prestazione, divenuta eccessiva, non fosse stata ancora eseguita al suo sopravvenire o, per i contratti ad esecuzione periodica o continuata, se siano divenute eccessive le prestazioni periodicamente dovute. Va peraltro aggiunto che nella recente esperienza dei contratti di locazione ad uso commerciale l'eccessiva onerosità non è direttamente dipesa dal diffondersi del virus, ma dalle misure restrittive adottate per il suo contenimento. La circostanza merita di essere sottolineata, perché la scelta di elevare a presupposto la pandemia impone di chiedersi quali conseguenze potrebbero derivare dal fatto che la *World Health Organization* ne dichiari la cessazione o dal fatto che al suo persistere non si accompagnino più misure restrittive. Interrogativo affatto banale, ove si consideri che non è chiaro se la sola indicazione dell'esperto, cui l'art. 10, secondo comma, d.l. n. 118/2021 assegna il compito di individuare i contratti e le prestazioni contrattuali resi eccessivamente onerosi dalla pandemia, basti a giustificare il dovere di rinegoziarli o, come sembra preferibile, permetta ancora al contraente in bonis di allegare e dimostrare che l'eccessiva onerosità, anche ove sussistente, non sarebbe direttamente collegabile alla pandemia.

In secondo luogo, perché, mentre l'art. 10 del d.l. n. 118/2021 prende in considerazione la sola eccessiva onerosità sopravvenuta della prestazione,

⁵² La struttura di entrambe le norme induce a ritenere che l'esperto debba valutare il ricorrere dei presupposti e l'opportunità della rinegoziazione e, per quanto le norme sembrano evocare un suo potere di scelta, che questi debba darvi impulso ove funzionale alla ristrutturazione. Non è però chiaro cosa accadrebbe nel caso in cui l'esperto non vi desse impulso e quali rimedi possano essere esperiti dal debitore.

⁵³ Sul punto O. CAGNASSO, (nt. 44), che non esclude, ma ritiene debba valutarsi caso per caso, l'applicabilità del rimedio anche ai contratti conclusi nel corso della pandemia.

l'art. 17, quinto comma, c.c.i.i. può operare in presenza di una circostanza ulteriore, ossia allorché sia «alterato l'equilibrio del rapporto»⁵⁴. È chiaro che quest'ultima locuzione copre una più vasta area di ipotesi, comprendente non solo quelle in cui lo squilibrio dipende dall'eccessiva onerosità sopravvenuta di una prestazione, ma, certamente, anche quelle in cui l'alterazione del rapporto discende dallo svilirsi⁵⁵ del valore della controprestazione⁵⁶.

In terzo luogo, perché mentre l'art. 10, secondo comma d.l. n. 118/2021 stabilisce che la negoziazione debba avere ad oggetto il solo “contenuto dei contratti”, l'art. 17 c.c.i.i. usa nuovamente una formula più ampia, prevedendo espressamente che la negoziazione possa riguardare non solo il contenuto del contratto, ma anche un adeguamento delle prestazioni alle mutate condizioni. Per quanto le diverse locuzioni evocano scenari altrettanto diversi, è probabile che le differenze siano destinate a ridursi in considerazione del fatto che, in caso di epilogo giudiziale, l'intervento sostitutivo del giudice previsto dall'art. 10, secondo comma, d.l. n. 118/2021 potrebbe riguardare non solo il contenuto del contratto – ad esempio un elemento accidentale con il differimento del termine per l'adempimento – ma anche l'entità stessa della prestazione.

In quarto luogo, per la possibile differente estensione temporale degli effetti prodotti dalla rinegoziazione sull'originario regolamento contrattuale. Mentre l'art. 10, secondo comma, d.l. n. 118/2021 prevede che gli effetti della rinegoziazione debbano essere strettamente ricompresi nell'arco di tempo necessario a contrastare le conseguenze della pandemia, l'art. 17 c.c.i.i. tace in merito alla durata ed alla stessa reversibilità degli effetti modificativi.

Infine, è di immediata evidenza che, a differenza dell'art. 10, secondo comma, d.l. n. 118/2021, l'art. 17 c.c.i.i. non contempla, almeno espressamente l'eventualità di un intervento giudiziale. Non è questa la sede per approfondire maggiormente la questione, cui quindi ci si sottrae apertamente, ma merita comunque ricordare che il diverso tenore delle due disposizioni ha indotto il

⁵⁴ Sul punto v. F. LAMANNA, (nt. 13), 176.

⁵⁵ Sul punto A. DE MARTINI, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Milano, 1950, 23. Con riferimento al minor valore locativo dei locali commerciali a cagione della pandemia, V. DE LORENZI, *La pandemia e i contratti di locazione commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 229.

⁵⁶ La questione è affrontata anche da O. CAGNASSO, (nt. 44), che, occupandosi allora del solo art. 10 d.l. n. 118/2021, non ne esclude l'applicazione quale rimedio allo svilimento.

Consiglio di Stato a ritenere che il legislatore intendesse così escludere un epilogo giudiziale nel caso di insuccesso della negoziazione⁵⁷.

11. Considerazioni conclusive.

Questa carrellata non potrebbe concludersi senza indicare alcune altre questioni che potranno presentarsi all'orizzonte. Ovviamente, dato che l'intento è anche quello di promuovere un confronto, si devono trarre i confini più estremi dei contratti di impresa, della rinegoziazione e della crisi.

Così, è ad esempio da chiedersi se entrambe le discipline, evidentemente concepite avendo quale riferimento i contratti di scambio, possano applicarsi anche ai contratti associativi ed a quelli che, tra questi, avessero comunione di scopo. Si pensi, per rimanere tra i più comuni in uso tra gli imprenditori, al consorzio o, persino, al contratto di società. Sarebbe possibile rinegoziare l'adempimento delle obbligazioni gravanti sul consorziato o sul socio? Di primo acchito, verrebbe da dire che la rinegoziazione non potrebbe riguardare la misura della prestazione – ossia del contributo o del conferimento dovuto – che in entrambi i casi, ma specie nel secondo, mal si adatterebbe alla funzione stessa di siffatte prestazioni. Tuttavia, si potrebbe essere più possibilisti in merito ad un differimento dell'adempimento di quella stessa obbligazione, magari per quel tempo compensato, *de iure condendo*, dall'applicazione di alcune sanzioni tipiche, qual è, nel contratto di società, la sospensione del diritto di voto⁵⁸.

Ma anche a restare nel più consono ambito dei contratti commutativi vi sarebbe molto da dire. Ad esempio, come opererebbe la rinegoziazione in caso di contratti plurilaterali o in quelli che vedono più parti condividere la medesima posizione contrattuale, con o senza vincolo di solidarietà?

Ed ancora, la rinegoziazione della prestazione garantita da fideiussione, produrrebbe effetto nei confronti del fideiussore? La risposta potrebbe essere positiva, stante il dettato dell'art. 1941 c.c., ma è chiaro che a ragionare in

⁵⁷ Nel Parere del 1° aprile 2022 il Consiglio di Stato osserva che la norma, collocata nella bozza licenziata dalla Commissione Pagni nell'art. 22, escluderebbe, quindi, il ricorso al tribunale. In questo senso F. LAMANNA, (nt. 13), 174. Sembra di diverso avviso O. CAGNASSO, (nt. 16), 268.

⁵⁸ Va detto che generale in dottrina prevale l'idea che l'art. 1467 c.c. non sia applicabile ai contratti associativi. In questo senso, anche per gli ampi riferimenti ad altri autori, C.G. TER-RANOVA, (nt. 35), 50. In senso più favorevole, invece, R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. VASSALLI, Torino, Utet, 1975, 987.

questi termini si rischia di sminuire il senso stesso della garanzia, la cui funzione tipica è, specie se concessa a prima richiesta, per appunto quella di sollevare il creditore dal rischio di qualsiasi inesatto inadempimento del debitore principale⁵⁹. E ancora. come opererebbe l'art. 1957 c.c. nel caso in cui il creditore rinegoziasse un nuovo termine per l'adempimento?

Insomma, i contratti di impresa costituiscono un fenomeno eterogeneo, che potrebbe diversamente interagire con la rinegoziazione aprendo scenari così vasti e numerosi da poter essere solo immaginati.

⁵⁹ Si veda, in relazione alla fideiussione prestata a garanzia del pagamento del canone di locazione non corrisposto a causa della pandemia, Trib. Roma, 25 febbraio 2021, in *Condominiolocalazione.it*, 11 novembre 2021, con nota di E. VALENTINO, *Negozi chiusi per il Covid-19? Valida l'escussione della fideiussione a prima richiesta*.

La SPAC (“*Special Purpose Acquisition Company*”), un’altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale

SPAC (“Special Purpose Acquisition Company”): another complex creature of global financial capitalism

Giovanni Romano *

ABSTRACT:

Il lavoro si propone di studiare fenomenologia e rilevanza giuridica della *Special Purpose Acquisition Company* (“SPAC”). A tal fine, prenderemo a principale riferimento il modello affermatosi sui mercati statunitensi e da qui poi circolato verso le altre piazze borsistiche internazionali, analizzandone la struttura e logica di funzionamento nel segno dello “speciale scopo” che lo contraddistingue: raccogliere capitali in una IPO al fine di acquisire successivamente un’impresa di tipo chiuso da quotare in borsa. Procederemo quindi a dar conto delle reazioni che, alla luce dell’esperienza comparata, la recente diffusione della SPAC ha innescato tanto sul piano della riflessione scientifica, quanto, e a seguire, su quello del *policy-making* e della regolamentazione, alimentando, principalmente a cagione del suo essere struttura organizzativa endemicamente conflittuale, un dibattito assai vibrante a livello internazionale.

L’obiettivo è duplice. Innanzitutto – e nell’immediato –, informare il lettore attorno a questa ulteriore epifania del mai domo processo creativo tipico del capitalismo finanziario. Secondariamente – e in più lunga prospettiva –, preparare il terreno per un’ulteriore investigazione comparatistica più specificamente calibrata attorno ai conflitti d’interesse e ai doveri fiduciari degli amministratori delle SPAC. A questo scopo, dunque, lo scritto si propone di indagare la complessa logica transazionale alla base del rapporto tra le varie categorie di soggetti partecipanti a questi peculiari veicoli d’investimento alla luce delle concrete dinamiche evolutive propiziate dalle più recenti prassi di mercato.

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Siena; e-mail: giovanni.romano@unisi.it. L’Autore intende ringraziare i Professori Vittorio Santoro e Stefano Lombardo e il Dottor Casimiro A. Nigro per utili discussioni e commenti a margine di una precedente versione del lavoro. La responsabilità per i suoi contenuti finali, naturalmente, si imputa al solo scrivente.

The article is aimed at studying the phenomenology and legal significance of the Special Purpose Acquisition Company (“SPAC”). To this end, we will primarily refer to the model that firstly emerged on the US markets and then circulated to several other international stock exchanges, analysing its structure and operating logic in the light of the “special purpose” that distinguishes it: to raise capital through an IPO and then search for a private business to acquire and bring public within a short time frame. We will then proceed to examine the reactions that, in the light of comparative experience, the recent spread of the SPAC model, precisely because of its endemically conflictual structure, has triggered both in terms of scientific debate, and policymaking and regulatory initiatives at the international level.

The objective is twofold. Firstly – and immediately – to inform the reader about this further epiphany in the creative process of financial capitalism. Secondly – and in a longer perspective – to prepare the ground for a further (and more specifically focused) comparative investigation on conflicts of interest and fiduciary duties of SPAC directors. To this end, the article sets out to investigate the complex transactional logic underlying the relationship between the various groups of participants in these peculiar investment vehicles, considering the evolutionary dynamics fostered by the most recent market practices.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. La SPAC tra mito e realtà. – 2.1. La controversa ascesa della SPAC. – 2.2. Definizione e funzione economica della SPAC. – 3. La struttura finanziaria del veicolo. – 3.1. Le azioni ordinarie nel ciclo d’investimento della SPAC. – 3.2. I *warrant* di sottoscrizione azionaria. – 3.3. La clausola di *trust/escrow account*. – 3.4. SPAC *roadshow* e investimenti “PIPE”. – 3.5. La remunerazione dei gestori e degli intermediari collocatori. – 4. La SPAC davanti al diritto: notazioni preliminari d’ordine generale. – 5. Il “vero volto” della SPAC nel recente dibattito giuseconomico. – 5.1. Una struttura d’investimento intrinsecamente difettosa e troppo (asimmetricamente) costosa. – 5.2. Esigenza di una riconsiderazione della funzione socioeconomica della SPAC? – 5.3. Implicazioni d’ordine pubblico economico. – 5.4. Tesi di segno contrario e possibili sviluppi nelle prassi di mercato. – 6. Uno sguardo comparato alle recenti iniziative e proposte di riforma delle SPAC. – 7. Il possibile ruolo del diritto societario e, in particolare, dei doveri fiduciari degli amministratori: cenni e rinvio.

1. *Introduzione.*

Le *Special Purpose Acquisition Company* (“SPAC”) sono società per azioni prive di pregressa operatività in quanto costituite e successivamente quotate in borsa su iniziativa di un gruppo di promotori all’unico fine di raccogliere tra il pubblico, attraverso apposita IPO, i capitali necessari per addivenire, entro un termine prestabilito (solitamente 18-36 mesi), alla propria integrazione aziendale (c.d. *business combination*; “operazione rilevante” nella terminologia invalsa da noi) con un’impresa operativa di tipo chiuso, di modo che l’en-

tività societaria risultante possa alla fine giungere sul mercato dei capitali, ritrovandosi essa stessa quotata¹.

Nate al principio degli anni '90 negli Stati Uniti², da tempo ormai presenti anche in Europa³ e approdate in Italia da più di un decennio⁴, negli ultimi anni, la diffusione delle SPAC sulle piazze finanziarie internazionali è stata notevole, tanto per rapidità, quanto per volumi di raccolta totalizzati⁵. Si è trattato di una crescita sostenuta, tra le altre cose, da una specifica narrativa promozionale tendente a raffigurare la SPAC alla stregua di un innovativo procedimento d'investimento e quotazione capace d'offrire, ad un tempo, ottime opportunità d'impiego e rimarchevoli protezioni contro il rischio di perdita per gli investitori; un percorso di accesso al mercato di borsa più rapido, sicuro ed economico alle imprese desiderose di finanziare il proprio potenziale di crescita; significative remunerazioni agli *sponsor* dell'iniziativa per il caso in cui costoro riescano, nel tempo concesso, a svolgere efficientemente la propria funzione *lato sensu* intermediaria, mettendo a servizio degli investitori e delle imprese *target* valide capacità di *scouting* prima e di negoziazione poi⁶.

¹ Il più delle volte, anche se non necessariamente, la *business combination* si realizza a mezzo d'una fusione per incorporazione, diretta (la SPAC incorpora la *target*) ovvero inversa (accade il contrario). In alternativa, è possibile che la SPAC si limiti ad effettuare un'operazione di acquisizione del capitale o dell'azienda della *target*. V. la definizione che, in generale, di *business combination* offre lo IFRS 3 – Appendice A, e, quanto alle SPAC, cfr., introduttivamente, P. DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo di investimento e quotazione*, in *Riv. soc.*, 2018, 713 ss.

² R. GREENSPAN, *Money for Nothing, Shares for Free. A Brief History of the SPAC* (May 1, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

³ Una delle prime indagini in ordine di tempo è quella di E. IGNATYEVA, C. RAUCH, M. WAHRENBURG, *Analyzing European SPACs*, in *7 J. Private Equity*, 2013, 64 ss.

⁴ La prima SPAC a quotarsi in Italia fu, nel 2011, la società di diritto lussemburghese *Italy 1 Investment* dopo che, in virtù di apposite modifiche apportate al *Regolamento dei mercati* di Borsa Italiana, l'anno precedente era stato introdotto un nuovo segmento professionale del MIV destinato ai c.d. *Special Investment Vehicles*, tra cui le SPAC furono appunto annoverate (Borsa Italiana, *Avviso n. 8998*, 21 maggio 2010). Attualmente, nel nostro paese, le SPAC trovano il proprio elettivo luogo di quotazione sul più flessibile sistema multilaterale di negoziazione AIM (da ultimo divenuto *Euronext Growth Milan*), anch'esso nel tempo interessato da apposite modifiche pensate per tali «società costituite con lo scopo di acquisizione di un business specifico» (Borsa Italiana, *Avviso n. 20406*, 3 novembre 2017). Cfr. F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, M.L. PASSADOR, *The Financial Regulation of Italian SPACs* (October 5, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

⁵ V. par. 2.1.

⁶ Cfr. L.M. HALE, *SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone*, in *18 J. Corp. Accounting & Finance*, 2007, 67 ss.

In effetti, uno degli aspetti che maggiormente colpisce il cultore di diritto commerciale italiano alle prese con la SPAC, è proprio la combinazione di elementi rivolti alla protezione del pubblico degli investitori in questa peculiare specie di veicolo d'investimento “one-shot”, come essa, talvolta, suole anche definirsi⁷. In particolare, emerge come l'insieme delle salvaguardie avverso i rischi d'una operazione d'investimento inizialmente del tutto incerta, e soprattutto ignota⁸, sia la risultante del peculiare incontro, negli statuti e negli altri collegati patti che governano queste società, tra congegni giuridici rispettivamente derivati dal diritto societario e dall'autonomia negoziale⁹, laddove, poi, tale incontro tra “contratto” e “società”, contenutisticamente declinato in funzione dello speciale scopo d'acquisizione, si trova intermediato – ed anzi, in certo senso, suggellato e garantito – dalla presenza di un ulteriore istituto appartenente alla vasta area della “fiducia”¹⁰. Infatti, caratteristica centrale della SPAC è la interinale segregazione fiduciaria dei capitali raccolti nella IPO, i quali rimarranno custoditi in apposito *trust* o *escrow account* in attesa che gli investitori, appositamente convocati in assemblea, si esprimano sull'operazione rilevante, con facoltà, per coloro che non la condividano, di recu-

⁷ Il dato, invero, balza immediatamente agli occhi anche dell'osservatore straniero, e non potrebbe esser altrimenti ove s'abbia contezza delle origini, e poi dell'evoluzione, della disciplina giuridica riferibile al fenomeno economico in discorso. Cfr. G.O. NILSSON, *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, in 19 *EBOR*, 2018, 253 s., sottolineando come i principali arrangiamenti negoziali e le più qualificanti soluzioni organizzative della SPAC siano specificamente rivolti a confortare «the investing public against the initial vagueness of the SPAC prospects».

⁸ I documenti di offerta e gli statuti delle SPAC si limitano per lo più ad indicare i settori merceologici cui si rivolgerà l'opera di *scouting* dei gestori. Come osservano C. SCHALAST, M. GEURTS, E. TÜRKMEN, *SPACs: Mode, Boom oder doch ein “Must Have”?*, in 76 *BB*, 2021, 1283, se obiettivo della SPAC è quello di giungere ad una negoziazione “protetta” della propria aggregazione con “una-qualche” impresa *target* (v. par. 2.2), il fatto che, al momento della IPO, l'oggetto dell'investimento sia ignoto è tanto necessario, onde non risultino violati obblighi di più specifica *disclosure*, quanto opportuno, onde non risultino violati processi d'asta. Cfr. anche C. CHIOMENTI, L. GRAFFI, *La “Special Purpose Acquisition Company”*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 454.

⁹ Ciò è particolarmente evidente proprio nell'ordinamento italiano, ove s'è osservato che, esclusione fatta per il diritto di recesso, che discende da una norma (e cioè dall'art. 2437 c.c. quale conseguenza, per lo più, della modifica dell'oggetto sociale e/o della proroga del termine di durata in vista dell'operazione rilevante), «quasi tutti i presidi a garanzia dell'investimento [...] sono di natura contrattuale e non legale». Così P. DE BIASI, (nt. 1), 729.

¹⁰ Sulla complessa strutturazione della SPAC, con sottolineatura delle molteplici fonti che a vario titolo concorrono a definirne la disciplina giuridica, cfr. J.C. COATES, *SPAC Law and Myths* (February 14, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 5 e *passim*.

perare il proprio investimento. Se tale operazione non fosse compiuta entro il termine previsto, gli *sponsor* non riceverebbero compenso alcuno, la SPAC verrebbe sciolta e la segregata “cassa di liquidità” restituita *pro quota* agli investitori¹¹. Nel complesso, si afferma comunemente che questa peculiare combinazione di tutele assolve una fondamentale funzione di contenimento di possibili azzardi morali, favorendo il necessario allineamento degli interessi soggettivi in vista della realizzazione di un’acquisizione capace di generare sufficiente valore a beneficio di tutte le parti coinvolte¹².

L’improvvisa e imponente loro diffusione sui mercati, tuttavia, ha inevitabilmente determinato anche l’effetto di un’accresciuta attenzione verso l’operatività delle SPAC, sino ad alimentare un sempre più corposo scetticismo in merito alla capacità di questa innovativa *asset class* a mantenere le proprie promesse e a svolgere efficientemente la propria funzione economica¹³. Queste critiche, per ragioni di cui meglio daremo conto in seguito, affondano le proprie radici nell’idea che quello imbastito dalla SPAC sia un procedimento d’investimento invero profondamente “difettoso” perché eretto su di un esiziale disallineamento tra gli incentivi d’azione riferibili ai principali protagonisti della vicenda, *sponsor*-gestori *in primis*¹⁴, col grave rischio, dal punto di vista sociale complessivo, che le SPAC possano piuttosto propiziare la creazione di un vero e proprio “*market for lemons*”, mancando, in detta struttura, un affidabile momento di imparziale valutazione della meritevolezza delle imprese che tali società veicolo mirano a condurre in borsa¹⁵.

¹¹ Sulle social-tipiche dinamiche di funzionamento della SPAC e sul senso dei congegni, negoziali e organizzativi, che, a tutela degli investitori, essa impiega, v. diffusamente U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, in 37 *Delaware J. Corp. L.*, 2013, 849 ss.

¹² Cfr., tra gli altri, D. GÜNTHER, *Special Purpose Acquisition Companies und die Ineffizienz Des Kapitalsystems*, Berlin-Boston, De Gruyter, 2021, 80 ss.

¹³ Cfr., tra i contributi più significativi, l’ampia ricerca di M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, *A Sober Look at SPACs*, in 39 *Yale J. on Regulation*, 2022, 228 ss., la quale ha avuto notevolissima risonanza dentro e fuori l’accademia, tanto negli Stati Uniti, quanto in Europa. A tale studio, pertanto, ci troveremo a far numerose volte riferimento nel prosieguo (spec. parr. 5.1-5.3).

¹⁴ Precisiamo subito che tale espressione, che noi continueremo ad utilizzare nel corso del lavoro, si giustifica in quanto coloro che agiscono come *sponsor* dell’iniziativa, o che rivestono posizioni apicali nell’entità che promuove la costituzione del veicolo, comunemente assumono la veste di amministratori della stessa SPAC o comunque designano i componenti del relativo organo di gestione. Coticché, in ogni caso, tra *sponsor* e gestori della SPAC v’è un rapporto di stretta identificazione funzionale. Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 234, nt. 12.

¹⁵ U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, *Redeeming SPACs* (March 23, 2022), reperibile in

Appena meno genericamente, non solo si ritiene che la gravidanza, quale meccanismo di autotutela dei *principal*-investitori, della sopra richiamata funzione di co-determinazione riservata agli azionisti delle SPAC risulti fortemente diluita da una serie di importanti cambiamenti nei processi di *governance* nel tempo propiziati dagli stessi *agent*-amministratori al fine di assicurarsi un maggior controllo sull'esito del rilevante procedimento deliberativo assembleare¹⁶, ma pure s'evidenzia come essa possa facilmente cadere preda degli opportunismi di questi ultimi. Infatti, tradendo i propri doveri fiduciari, gli amministratori potrebbero omettere di scrutinare e/o d'informare adeguatamente i soci in merito alla *business combination*, e ciò, essenzialmente, al fine di ottenerne il consenso (ovvero, il che è sostanzialmente lo stesso, di evitarne il dissenso *sub specie* di un "voto coi piedi" finalizzato al recupero dei capitali provvisoriamente apportati all'iniziativa), e potersi così intitolare, quale specifica forma di remunerazione per il servizio reso, alla conversione – a condizioni fortemente premianti e appunto dipendente dal compimento dell'operazione rilevante – delle azioni di speciale categoria loro appositamente riservate (c.d. *founder share* o *sponsor promote*)¹⁷.

Infatti, sebbene la SPAC venga spesso descritta come uno schema fondato su arrangiamenti pattizi e di *governance* in grado d'offrire opportunità d'investimento ad un tempo caratterizzate da un significativo potenziale d'apprezzamento e solide garanzie contro il rischio di perdita¹⁸, emerge come la specifica struttura d'incentivazione del *management* lasci invero permanere non trascurabili rischi proprio per quegli investitori che, determinatisi a rimanere azionisti della società risultante dall'operazione rilevante, abbiano così deciso di rendersi partecipi della "speciale" inclinazione teleologica che, in accordo a quanto la SPAC dichiara sin dalla sua stessa denominazione, dovrebbe qualificarla alla stregua di un alternativo *Wertschöpfungsinstrument* operante a cavallo tra mercato dei capitali e *private equity*¹⁹. Un aspetto, questo, in effetti già da tempo evidenziato in letteratura, ove s'erano appunto colti i distorti incentivi derivanti dalla peculiare strutturazione della SPAC, e in particolare il rischio che, con l'approssimarsi del termine che, insieme alla vita

<https://www.ssrn.com>, 5; J. BAI, A. MA, M. ZHENG, *Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs* (September 23, 2021), *ivi*, 32.

¹⁶ V. par. 5.3.

¹⁷ Sulle quali v. par. 3.5.

¹⁸ Cfr., *ex plurimis*, G. TASCA, L. GIACOMETTI, *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 64, 68, 77 ss.

¹⁹ D. GÜNTHER, (nt. 12), 50 ss.

della stessa organizzazione societaria, varrebbe anche a segnare la fine del mandato “in bianco” rilasciato agli amministratori, costoro possano soffrire, pena la perdita del proprio investimento, la pressione di dover chiudere un qualsivoglia affare, ancorché largamente dissipativo della ricchezza apportata dai titolari delle azioni ordinarie²⁰.

Ciò è ora riconosciuto anche in taluni recenti arresti con cui le corti statunitensi hanno fatto emergere come gli *sponsor*-gestori di una SPAC, a cagione della struttura della loro remunerazione “incentivante”, possano essere indotti a non indagare adeguatamente se l’operazione da compiersi sia davvero nel miglior interesse degli investitori, ovvero ad omettere informazioni rilevanti affinché questi ultimi possano giungere a una consapevole e autonoma decisione circa l’opportunità della definitiva impressione del rischio riferibile alla selezionata impresa *target* sui capitali bensì conferiti “in bianco”, epperò ancora *pro rata* “ritirabili” dal conto fiduciario mercé l’esercizio del potere di disinvestimento loro statutariamente riconosciuto. Ciò, in particolare, è quanto da ultimo affermato nella prima sentenza resa in materia dalla *Court of Chancery* del Delaware²¹, dopo che un precedente della Corte Suprema di New York già aveva ritenuto che alcuni aspetti strutturali tipici delle SPAC rendessero ardua l’invocazione delle protezioni della *business judgment rule* da parte degli amministratori, dovendo in capo a costoro piuttosto presumersi l’esistenza di un conflitto d’interesse capace d’inquinare in maniera determinante l’assolvimento dei relativi doveri fiduciari di “lealtà” e “candore”, con conseguente applicazione, allora, del più rigoroso *standard* di giudizio della “*entire fairness*”²².

Il presente lavoro si propone di studiare fenomenologia e rilevanza giuridica della SPAC. A tal fine, prenderemo a principale riferimento il modello affermatosi sui mercati statunitensi e da qui poi circolato verso le altre piazze borsistiche internazionali, illustrandone la struttura social-tipica e analizzandone la logica di funzionamento nel segno dello “speciale scopo” che lo contraddistingue. Procederemo poi a dar conto delle reazioni che, alla luce

²⁰ Cfr. L. DIMITROVA, *Perverse incentive of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”*, in 63 *J. Accounting & Econ.*, 2017, 99, scrivendo che «much of SPAC value destruction through bad acquisitions is a result of certain contractual features that give SPAC managers incentives to pursue any acquisition over no acquisition».

²¹ *In re MultiPlan Corp. S’holders Litig.*, C.A. No. 2021-0300-LWW (Del. Ch. Jan. 3, 2022).

²² *AP Services, LLP vs Lobell, et al.* (N.Y. Sup. Ct. June 19, 2015), facendo comunque applicazione del diritto societario del Delaware in quanto *lex societatis* della SPAC in questione.

dell'esperienza comparata, la diffusione della SPAC ha innescato tanto sul piano della riflessione scientifica, quanto, e a seguire, su quello della regolamentazione, alimentando, proprio a cagione del suo essere struttura organizzativa endemicamente conflittuale, un dibattito assai vibrante a livello internazionale.

L'obiettivo è duplice. Innanzitutto – e nell'immediato –, informare il lettore attorno a questa ulteriore epifania del mai domo processo creativo tipico del capitalismo finanziario²³, nel contesto delle cui traiettorie evolutive la SPAC viene, in effetti, sovente raffigurata alla stregua dell'ultima frontiera del *private equity* e del *venture capital*²⁴.

Secondariamente – e in più lunga prospettiva –, preparare il terreno per un'ulteriore investigazione comparatistica più specificamente calibrata attorno ai conflitti d'interesse e ai doveri fiduciari degli amministratori delle SPAC. Anche a questo scopo, dunque, si tratta di cominciare subito a indagare la logica transazionale alla base del rapporto tra le varie categorie di soci-investitori e gli *sponsor*-gestori di queste particolari società veicolo alla luce delle concrete dinamiche evolutive propiziate dalle più recenti prassi di mercato.

I due obiettivi sono tenuti insieme da un proposito culturale di più ampio respiro: quello di giungere, alla fine del tratteggiato percorso di ricerca, a verificare se, di fronte alle variegate tecniche di finanziamento d'impresa propiziate dal contemporaneo capitalismo finanziario, la tradizionale teorica dei doveri fiduciari regga ancora, ovvero se non sia giunto il tempo di pensarne un qualche opportuno adattamento, sempre che non si ritenga invece di accogliere l'approccio radicalmente “*contractarian*” talvolta suggerito in letteratura quale unica soluzione asseritamente capace di assecondare le sofisticazioni riconducibili ad atipiche e sempre più complesse strutture del capitale di rischio che operatori sempre più specializzati tendono continuamente a elaborare e far circolare nell'ormai globalizzato mondo degli affari²⁵.

²³ Sulla SPAC quale frutto della libera competizione sui (e *dei*) mercati finanziari e quale a sé stante, assai peculiare, strumento del capitalistico «money creation process», v., diffusamente, D. D'ALVIA, *Mergers, Acquisitions, and International Financial Regulation: Analysing Special Purpose Acquisition Companies*, London-New York, Routledge, 2021, 92 ss., 106 ss., 128 ss.

²⁴ Cfr. già S.M. DAVIDOFF, *Black Market Capital*, in 172 *Columbia Bus. L. Rev.*, 2008, 225; e v. poi U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), *passim*.

²⁵ Cfr. D.G. BAIRD, M.T. HENDERSON, *Other People's Money*, in 60 *Stanford L. Rev.*, 2008, 1309 ss.; e v., quanto alle SPAC, le notazioni di D. D'ALVIA, (nt. 23), 174 ss.

Procedendo in continuità con taluni nostri precedenti studi²⁶, nonché con un più generale interesse scientifico ormai ben visibile (anche) nella letteratura domestica, sempre più attenta allo studio dei problemi nascenti dall'incontro tra questi fenomeni finanziari nuovi e il diritto delle società²⁷, vedremo come il modello della SPAC, assai più di quanto in questo senso già non faccia l'esperienza della *venture capital-backed company*²⁸, richiami l'attenzione dello

²⁶ Cfr. G. ROMANO, *La funzione della disclosure nella disciplina degli interessi degli amministratori di S.p.A.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2012, I, 247 ss.; V. SANTORO, G. ROMANO, *Venture capital-backed firm e diritto della crisi d'impresa. L'esperienza statunitense e qualche interrogativo riguardo il sistema italiano*, in *AGE*, 2021, 415 ss.; G. ROMANO, *The Special Purpose and Corporate Governance Structure of Italian SPACs*, in corso di pubblicazione in *Alternative Acquisition Models and Financial Innovation: Special Purpose Acquisition Companies in Europe, and the Italian Legal Framework*, a cura di D. D'ALVIA, E.M. LOMBARDI, Y. SHACHMUROVE, London-New York, Routledge, e già reperibile in <https://academia.edu>.

²⁷ Cfr. B. SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 821 ss.; A. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010; C. ANGELICI, *Fra mercato e società: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, I, 19 ss.; G.A. MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, Egea, 2017; L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, Egea, 2018; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova srl*, in questa *Rivista*, 2020, 353 ss.; I. POLLASTRO, *Il finanziamento delle società innovative tramite venture capital*, in *Giur. it.*, 2021, 2257 ss.; S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 90 ss.; nonché i saggi raccolti in *Private equity, venture capital e crescita delle PMI. O la borsa o il fondo!*, a cura di G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, in *AGE*, 2021, n. 1-2. Nella letteratura internazionale v., tra i più recenti, C.A. NIGRO, J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in 22 *EBOR*, 2021, 39 ss.; B. BIAN, Y. LI, C.A. NIGRO, *Conflicting Fiduciary Duties and Fire Sales of VC-backed Start-ups* (June 22, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>; P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience* (October 24, 2022), ECGI-Law Working Paper No. 662/2022, *ivi*.

²⁸ Sulle cui problematicità, oltre al già ricordato lavoro di P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 27), spec. 379 ss., v., tra i più recenti studi della nostra dottrina, L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 149 ss.; G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, *ivi*, 257 ss. Nel separato studio che, in accordo a quanto sopra anticipato, ci proponiamo di svolgere in prosecuzione della presente indagine, confidiamo di poter mostrare come le differenze tra i fenomeni della SPAC e del *private equity/venture capital* siano inverosimilmente numerose e, in una prospettiva d'analisi funzionale, ben più significative di quanto comunemente si ritenga. Del che si dovrà poi naturalmente tener conto al momento di analizzare le rilevanti decisioni giurisprudenziali, esponendo, anche qui in uno stretto confronto con fenomenologia e casistica dei conflitti d'interesse riconducibili al diverso modello della *venture capital-backed company*, le soluzioni basate sul diritto societario statunitense (*recte*, del Delaware), onde poi finalmente

studioso di diritto societario proprio perché struttura organizzativa intenzionalmente eretta su di una significativa parcellizzazione del capitale di rischio, quale funzione, a sua volta, delle plurime posizioni d'interesse cui, sul piano economico, tale struttura intende dar rappresentanza nel corso del perseguito processo d'investimento. Con inevitabili riflessi, allora, proprio sui doveri di comportamento degli amministratori, sino al punto di poter mettere in crisi la stessa nozione di “interesse sociale”, o, quantomeno – e forse meglio –, la *monotonicità* della funzione-obiettivo che, tramite la componente precettiva insita in tale formula tradizionale, il diritto societario vorrebbe, tipicamente, affidare all'*agere* “leale” dell'organo gestorio²⁹.

2. La SPAC tra mito e realtà.

2.1. La controversa ascesa della SPAC.

Probabilmente non si sbaglierebbe di molto affermando che le SPAC abbiano rappresentato il fenomeno finanziario e giuridico più prossimo ad incarnare lo *Zeitgeist* del mercato dei capitali nell'era del Covid-19³⁰.

condurre, facendo appunto tesoro delle indicazioni provenienti da più maturi contesti, la riflessione sulle SPAC di diritto italiano.

²⁹ Un problema, questo, da noi soprattutto emerso all'indomani della riforma societaria in conseguenza degli ampi spazi concessi all'autonomia privata in punto di modellabilità della struttura finanziaria della società azionaria. Cfr., *inter alia*, C.F. GIAMPAOLINO, *Gli interessi sociali delle azioni speciali e la crisi dell'interesse comune*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, 2, Milano, Giuffrè, 2005, 2691 ss.; e v. poi le ulteriori considerazioni di U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1083, 1099; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, Giuffrè, 2012, 22 s., testo e nt. 47; e P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, Giuffrè, 2009, 100; con specifico riguardo al contesto delle operazioni straordinarie, cfr. inoltre R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, *ivi*, 142 s.

³⁰ Sul fatto che parte significativa del successo delle SPAC sia da ascrivere, in un quadro macroeconomico già abbastanza teso per ragioni geopolitiche, alle forti condizioni d'incertezza sperimentate dai mercati finanziari a causa della pandemia, cfr. R. FERRETTI, A. CASTELLI, *Le Special Purpose Acquisition Companies*, in *Bancaria*, 2021, 56 s. Secondo alcuni, un ruolo determinante avrebbero giocato pure le misure di distanziamento sociale adottate a contenimento della pandemia, con molti americani che, costretti in casa davanti a un PC, avrebbero sfogato su nuovi mercati e prodotti distribuiti in rete la loro inclinazione al gioco d'azzardo, spinti, da un lato, da *performance* straordinarie di talune imprese del settore hi-

Negli Stati Uniti d'America, in particolare, il 2020 è stato definito “*The Year of the SPAC*”³¹. Un anno per l'appunto tristemente piagato dallo scoppio di una crisi sanitaria globale che, proiettando notevoli incertezze sul futuro dell'economia, ha ulteriormente raffreddato il mercato delle IPO “tradizionali”³², mentre non è riuscita a scalfire quello delle SPAC, il quale, anzi, è letteralmente esploso, facendo registrare, quanto al numero complessivo di nuove quotazioni della specie, un incremento del 320% rispetto all'anno precedente³³, giungendo a rappresentare più del 70% dell'intero mercato³⁴.

Si è trattato di un'ascesa talmente imponente che, ad un certo punto, si è addirittura detto che vi fossero più americani con azioni di una SPAC in portafoglio di quanti avessero contratto il Covid³⁵; e che per cogliere appieno l'euforia sviluppatasi attorno a questo nuovo prodotto d'investimento, occorresse immaginare una sorta d'incontro tra la vicenda del titolo *GameStop*, che, come noto, ha visto il diretto coinvolgimento dell'agguerrita comunità *on-line* dei c.d. *Redditor*, intervenuta per sostenere il corso del titolo contro le scommesse ribassiste degli *hedge fund*³⁶, e *The Wolf of Wall Street*³⁷, il celebre film di Martin Scorsese narrante l'ascesa e la successiva rovina di Jordan Bel-

tech (Tesla su tutte) e, dall'altro, dal temporaneo *stop* degli eventi sportivi. Cfr. R. GREENSPAN, (nt. 2), 30 ss.; K. SAENGCHOTE, *The Tesla Effect and the Mispricing of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)* (March 9, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

³¹ B. MASTERS, *Year in a Word: SPAC*, in *Financial Times*, December 31, 2020.

³² Almeno sino alla messa in campo delle imponenti misure di stimolo pubblico. Cfr. T. ZANKI, *IPO Stampede Powered Record Capital Markets Activity in '21* (December 17, 2021), reperibile in <https://www.law360.com>.

³³ Alla fine del 2021 le SPAC quotate sui mercati statunitensi sono giunte a totalizzare una raccolta per 160 mld. di dollari, superando così l'intero periodo 2003-2020. Cfr. E. CHENG, *Top 5 SPACs of 2021* (December 30, 2021), reperibile in <https://www.thestreet.com>.

³⁴ Cfr. H. PELBERG, *How the SPAC Era Will End*, in *Bloomberg Businessweek*, March 15, 2021, 11.

³⁵ A.R. SORKIN, *Wall Street's New Favorite Deal Trend Has Issues*, in *The New York Times*, February 10, 2021.

³⁶ Cfr. M. VENTORUZZO, *GameStop: le regole in gioco* (2 febbraio 2021), reperibile in <https://www.lavoce.info>; M. ARRIGONI, *The GameStop case and investor protection. Towards a new regime for the provision of executive investment services*, in questa *Rivista*, 2021, 949 ss. Per una discussione attorno alle questioni che la vicenda *GameStop* ha rinverdito in merito a talune opzioni politiche di fondo nella regolamentazione statunitense sui mercati finanziari, v. J.R. MACEY, *Securities Regulation as Class Warfare*, in 2 *Columbia Bus. L. Rev.*, 2021, 796 ss.

³⁷ Cfr. H. PELBERG, (nt. 34), 10; R. GREENSPAN, (nt. 2), 12.

fort, spregiudicato *broker* newyorkese che, sul finire degli anni '80, costruì la propria enorme, ma precaria, fortuna su di una catena di frodi perpetrate attraverso tecniche di “*pump-and-dump*” sul mercato delle c.d. *penny stock*, lo stesso in cui erano attive le progenitrici della contemporanea SPAC, ossia le c.d. “*blank check companies*”³⁸.

Quanto all'Europa, ancorché con numeri in assoluto non paragonabili, il *trend* è risultato comunque simile, tanto che, seppur con un anno di ritardo rispetto all'esperienza d'oltreoceano, anche il Vecchio Continente ha vissuto il proprio “anno della SPAC”³⁹.

La recente, stratosferica ascesa della SPAC, in buona misura ascrivibile ad una bolla speculativa a quanto pare già in parte sgonfiatasi, con risvolti certo non lusinghieri per i suoi protagonisti e, soprattutto, con risultati alquanto dolorosi per gli investitori⁴⁰, ha dato vita ad un dibattito fortemente polarizzato, nel cui seno questa innovativa struttura d'investimento ha ricevuto qualsivoglia tipo di giudizio astrattamente ricomprensibile tra i due estremi della “rivoluzionalità” e della “oscenità”⁴¹.

Valutazioni di questo tipo riflettono, in fondo, la percezione che ognuno, secondo propria personale inclinazione e sensibilità, potrebbe sviluppare circa un fenomeno finanziario che, osservato nella sua più cruda essenza, incarna

³⁸ Sulle origini della SPAC quale reazione evolutiva del mercato alle più stringenti regole stabilite in principio degli anni '90 per le “*blank check company*”, espressione con tutta evidenza volta ad enfatizzare l'idea di un assegno in bianco sottoscritto dagli investitori in favore dei promotori dell'iniziativa, cfr. D.K. HEYMAN, *From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation*, in 2 *Entrepreneurial Bus. L. J.*, 2007, 531 ss.; D.S. RIEMER, *Special Purpose Acquisition Companies: Spac and Span, or Blank Check Redux?*, in 85 *Washington U. L. Rev.*, 2007, 931 ss.

³⁹ Cfr. T. DE HEREDIA, J. FERNANDEZ-GALIANO, M. GARCIA, *The SPACs boom. Europe picks up the pace* (14 July, 2021), reperibile in <https://www2.deloitte.com>. Stando a quanto riferisce R. CHRISTIE, *SPACs in the middle: IPO shell vehicles are expensive but seem to fill a market niche* (9 July, 2021), reperibile in <https://ecgi.global>, attualmente i mercati più appetiti per la quotazione di SPAC in Europa sarebbero quelli del Regno Unito e dei Paesi Bassi e i fattori rilevanti per la scelta includerebbero «regulation, company law flexibility, taxes, governance, the likely country of the SPAC's target, and the degree of investor familiarity with the process».

⁴⁰ Cfr. I. NAUMOVSKA, *The SPAC Bubble is About to Burst* (February 18, 2021), reperibile in <https://hbr.org>; Y. LI, *The SPAC market starts 2022 with abysmal losses, abandoned deals* (February 2, 2022), reperibile <https://www.cnbc.com>; B. LIPSCHULTZ, *Awful SPAC Returns Mean More Frustration for Blank-Check Firms* (April 1, 2022), reperibile in <https://www.bloomberg.com>.

⁴¹ N. MARTIN, *SPACs: Europe plays catch-up over blank-check gamble* (June 30, 2021), reperibile in <https://www.dw.com>.

poco più che «un pari sur l'avenir écrit sur une page blanche»⁴². D'altro canto, il poderoso “*appetite for SPAC*” è stato senza dubbio pure alimentato da una specifica narrativa capace altresì di coinvolgere gli opposti sentimenti di differenti gruppi sociali verso i consolidati moduli istituzionali di funzionamento del mercato dei capitali⁴³. Secondo i suoi più entusiasti sostenitori, in-

⁴² V. RIZZO, J. LE GALLO, Q. COPPENS, *Il est urgent d'accueillir des SPACs à la Bourse de Paris*, in *La Tribune*, 13 avril 2021. Del resto, pure si è osservato come l'origine di quelle che sarebbero poi state ribattezzate “*blank check company*” (*supra*, nt. 38) possa farsi in fondo risalire alla notoriamente infausta esperienza della *South Sea Company* che marcò il principio del XVIII sec. e, più in generale, un contesto di mercato in cui molte iniziative erano state in effetti avviate raccogliendo capitali tra il pubblico in nome del perseguimento di scopi alquanto vagamente definiti, p. es. «for an undertaking which shall in due time be revealed» (cfr. M. PATTERSON, D. REIFFEN, *The Effect of the Bubble Act on the Market for Joint Stock Shares*, in *J. Econ. History*, 1990, 167, nt. 24 e testo corrispondente). Iniziative simili fecero la loro comparsa anche in altri contesti. Si pensi, in Francia, alla *Compagnie du Mississippi* di John Law, costituita nello stesso torno di tempo sulla base di una narrativa che, rappresentando la Luisiana come una sorta di El Dorado, prometteva agli investitori un assai profittevole impiego dei loro capitali a mezzo del commercio da svilupparsi con le colonie francesi del Nordamerica (A.E. MURPHY, *John Law et la bulle de la Compagnie du Mississippi*, in *48 Economie politique*, 2010, 7 ss.). Due secoli più tardi, un altro esempio sarebbe stato rappresentato dalle “*blind pool company*” diffuse nel corso degli anni '20 del '900, ma poi arrestate dallo scoppio Grande Depressione, per giungere, appunto, all'esperienza delle *blank check company* degli anni '80 e, infine, a quella delle SPAC, così che, nel corso della storia, sarebbero invero esistite diverse generazioni di veicoli d'investimento fondati sull'emissione di un “assegno in bianco”. Cfr. D.B. HAGHEJAD, *Special Purpose Acquisition Company (SPAC): approche juridique d'un véhicule d'investissement atypique* (July 10, 2019), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 5 ss. Altri, invece, paragonano la recente ascesa delle SPAC alla per nulla entusiasmante stagione dei *reverse merger* impiegati per *bypassare* (c.d. “*back-door listing*”) la disciplina in tema di prospetto e condurre sui mercati statunitensi società straniere di dubbia reputazione. Cfr. G. UGEUX, *Regulating SPACs – Before It's Too Late* (March 31, 2021), reperibile in clsbluesky.law.columbia.edu; ID., *The Backlash Against Chinese-Company Listings on U.S. Exchanges Has a Long History*, *ivi* (January 25, 2021). *Contra*, D. D'ALVIA, (nt. 23), 2 ss., avversando ricostruzioni storiche di questo tipo.

⁴³ Cfr. P. MAUPAS, L. PAUGAM, *Regulatory Arbitrage on Narrative Steroids: The Case of SPACs* (December 14, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>, *passim* e spec. 17 ss. Altrettanto notevole è risultato, in questa prospettiva, il coinvolgimento di celebrità della più varia estrazione (non solo industriale e finanziaria, ma anche cinematografica, sportiva, politica, etc.) nella sponsorizzazione di molte iniziative della specie, al punto da costringere la SEC a intervenire per richiamare l'attenzione del pubblico circa l'opportunità «not to make investment decisions related to SPACs based solely on celebrity involvement» (SEC, *Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert*, Investor Alerts and Bulletins, March 10, 2021). Sulla concreta rilevanza di questo specifico aspetto nella recente crescita del fenomeno, v. anche A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, *Signing blank checks: The roles of reputation and*

fatti, la SPAC non solo incarnerebbe un'alternativa più efficiente, e perciò socialmente preferibile, al tradizionale processo di quotazione in borsa, ma anche – ed in maniera tanto più significativa – uno strumento capace di realizzare una più equa distribuzione delle ricchezze altrimenti destinate a prendere la sola direzione di *Wall Street*. Smantellando il paternalistico cordone sanitario imbastito dalla legge attorno all'investitore *retail*, tradizionalmente escluso, a beneficio di pochi noti, dai processi di accumulazione riferibili alle fasi di maggiore crescita economica, la SPAC, grazie alla propria peculiare conformazione, riuscirebbe infatti a “democratizzare” l'accesso al potenziale finanziario delle imprese c.d. *high-growth*, finalmente istituendo una sorta di *private equity* “popolare”⁴⁴.

Non sembra, tuttavia, che le cose siano andate proprio così. A quanto è dato osservare a due anni di distanza dall'inizio della loro formidabile ascesa, le SPAC avrebbero invero favorito un'accumulazione fortemente diseguale, con *sponsor*, *hedge fund* e banche d'investimento a farla da assoluti padroni a spese degli investitori comuni⁴⁵. Il che non solo disvelerebbe un'essenza ben lungi da quell'auto-proclamata caratterizzazione alla stregua di efficace strumento di “democrazia borsistica”, ma, quasi come nel brusco passaggio che si dà in un sogno che tutto d'un tratto diventa incubo, pure invocherebbe un deciso intervento d'imperio del diritto, chiamato ad istituire rigorosi elementi di contenimento di esternalità negative sì tanto gravi e diffuse⁴⁶.

Come già anticipato nell'introduzione, e come meglio vedremo in seguito, le ragioni più profonde di tutto questo sono, con ogni probabilità, da ascrivere all'essenza di un fenomeno che, per quanto apparentemente assai facile da descrivere nella sua caratterizzazione strutturale di base e con riguardo alla funzione economica dichiaratamente perseguita, laddove più attentamente analiz-

disclosure in the face of limited information (October 1, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>, *passim* e spec. 24.

⁴⁴ C. DUHIGG, *The Pied Piper of SPACs*, in *The New Yorker*, May 31, 2021, scrive che «[a]t the heart of a SPAC is a tension over who ought to be allowed to tell financial stories to the public». Nella letteratura accademica, v. D. D'ALVIA, *Dulcis in fundo: A Re-thinking of SPACs, and the SPACs' Promote* (March 10, 2021), reperibile in news.law.fordham.edu/jcfl, secondo cui «SPACs [are] imposing a new economic order through which [...] start-ups and tech companies can finally compete with well renowned companies, such as Airbnb or Facebook, to access public markets. To this end, I cannot deny that SPACs are a form of equality distribution too».

⁴⁵ V. i riff. in nt. 40, nonché, da ultimo, J. DINAPOLI, *How Wall Street banks made a killing on SPAC craze* (May 11, 2022), reperibile in <https://www.reuters.com>.

⁴⁶ V. *infra*, par. 5.3.

zato, disvela, invece, una notevole complessità transazionale di fondo⁴⁷, la quale, al limite, tende a sfociare nell'ingovernabilità dei conflitti che s'insinuano all'interno del fascio di rapporti che detta struttura mira ad instaurare tra molteplici categorie di soggetti, ciascuna portatrice di interessi e incentivi d'azione significativamente divergenti⁴⁸. A questi aspetti occorre, dunque, cominciare a prestare più diretta e specifica attenzione.

2.2. Definizione e funzione economica della SPAC.

Come già sappiamo, la SPAC si presenta alla stregua di una quotata *cash-shell company* “di scopo” esibente, quale unico rilevante *asset* iniziale, un *business plan* finalizzato all'individuazione, entro un termine alquanto ristretto⁴⁹, e sotto la guida di un gruppo di *sponsor*-gestori, di un'impresa di tipo chiuso da acquisire o, più spesso, con cui fondersi⁵⁰.

A questo esito, tuttavia, potrà pervenirsi solo a condizione che consti l'approvazione da parte dell'assemblea dei soci della SPAC. *Medio tempore*, in forza d'apposita pattuizione, i danari raccolti in fase di quotazione rimarranno

⁴⁷ Cfr. A. MOELLER, *Alternative Initial Public Offering Models. The Law and Economics of Shell Company Listings in German Capital Markets*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2017, 12 ss., 20 ss.

⁴⁸ Cfr., in analogo senso, J.C. COATES, (nt. 10), 9; e v., da ultimi, U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, *Why SPACs: An Apologia* (May 26, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, secondo i quali la conservazione di quanto di buono vi può essere nelle SPAC, ivi compresa la sincera capacità, almeno in certe ipotesi, di operare una benefica semplificazione delle regole di funzionamento delle IPO, inevitabilmente passa per la soluzione di questo cruciale problema.

⁴⁹ Lo *standard* di mercato pare attualmente compreso tra i 18-24 mesi, mentre i principali regolamenti di borsa stabiliscono un termine massimo di 36 mesi, spesso poi però concedendo possibilità di proroga laddove così l'assemblea degli azionisti abbia deliberato. Negli ultimi tempi, a causa probabilmente delle esasperate condizioni di concorrenza in un mercato ormai saturo, si è notata, sia negli Stati Uniti che in Europa, la tendenza ad una significativa riduzione dei termini di durata delle SPAC, talvolta addirittura sino a soli 15 mesi. Cfr. J.C. COATES, (nt. 10), 4, testo e nt. 12; A. WITTMANN, *Recent Trends in European SPAC IPOs as of April 2022* (May 11, 2022), reperibile in <https://www.cliffordchance.com>.

⁵⁰ Cfr. D. GÜNTHER, (nt. 12), 7. Nel corso di questa indagine, tralascieremo di considerare il fatto che un piccolo numero di SPAC si sia indirizzato, negli anni passati, verso società già quotate. Per una prima riflessione su quella che, in un tale diverso scenario, potrebbe essere la funzione assolta dalla SPAC, ossia l'ampliamento della partecipazione del pubblico degli investitori all'altrimenti ben più concentrato mondo del “*corporate activism*”, v. S. HANNES, A. LIBSON, G. PARCHOMOVSKY, *SPACtivism* (December 27, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

segregati in un conto vincolato (*trust/escrow account*) e, per conseguenza, risulteranno indisponibili agli *sponsor*-gestori della stessa società veicolo. Una volta che l'impresa *target* sia stata individuata, i soci-investitori avranno perciò modo d'esercitare le proprie prerogative di *voice* e i dissenzienti, laddove minoritari, potranno altresì avvalersi di un parimenti riconosciuto diritto di *exit*, con garanzia di recupero pressoché integrale di quanto inizialmente conferito e nel frattempo separatamente custodito⁵¹. I capitali residui, eventualmente integrati *aliunde* laddove l'entità dei rimborsi lo richieda rispetto al prezzo da pagarsi per la *target*⁵², verranno svincolati ad opera del fiduciario che tiene il conto affinché, a questo punto, i gestori possano per l'appunto procedere al compimento dell'operazione aggregativa gradita agli investitori. Qualora, viceversa, l'operazione rilevante non fosse approvata o comunque perfezionata entro il termine convenuto, la SPAC sarebbe sciolta e posta in liquidazione⁵³.

Dal punto di vista strutturale, dunque, può subito rilevarsi come, mentre la partecipazione finanziaria alla gestione in monte propria del fondo di *private equity* pone, tipicamente, l'investitore in posizione passiva rispetto all'autonoma conduzione della medesima ad opera del gestore professionale⁵⁴, al contrario il socio-investitore della SPAC, nel modello transnazionalmente invalso, si vedrà riconosciuto il decisivo potere d'influenzare la scelta a favore o contro la (tendenzialmente) unica operazione rilevante ai cui rischi esporre, eventualmente, i propri capitali, condizionando *direttamente*, tramite il voto in assemblea, o *indirettamente*, a mezzo del ritiro del proprio investimento, l'operato dei gestori, i quali, nel breve tempo loro concesso, si troveranno perciò tanto vincolati all'esito della deliberazione collettiva, quanto esposti al costo delle decisioni individuali dei soci⁵⁵.

⁵¹ La differenza può concernere la destinazione degli interessi e di altri eventuali proventi che matureranno sul conto quale voce capace di fungere da *working capital* del veicolo ovvero quale ulteriore componente patrimoniale cui s'estende il vincolo d'intangibilità gestoria (v. nt. 77).

⁵² Sull'ulteriore attività di raccolta di capitale che, successivamente alla IPO, le SPAC possono, sovente, aver bisogno di intraprendere per rimpinguare le proprie casse, impoverite dai recessi degli investitori iniziali, v. par. 3.4.

⁵³ V., per tutti, U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 871.

⁵⁴ L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, Giuffrè, 2004, 78 ss.; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, Egea, 2017, 20 ss., 37 ss., 139 ss.; E. BARCELLONA, *La "gestione collettiva del risparmio" a seguito della Direttiva GEFIA*, Milano, Giuffrè, 2018, 11 ss., 64 ss.; L. ARDIZZONE, (nt. 27), 30 ss.

⁵⁵ Cfr. P. DE BIASI, (nt. 1), 717, 734.

Dal punto di vista funzionale, invece, l'idea di fondo è che, frazionando e in certo senso invertendo l'ordinario procedimento di quotazione⁵⁶, la SPAC possa costituire, almeno per certe categorie d'impresе cui è di fatto preclusa la possibilità di procedere ad una IPO⁵⁷, una soluzione più efficiente, rapida ed economica⁵⁸, e perciò meritevole, se non di favore, quanto meno di rispetto da parte dell'ordinamento giuridico, perché capace di colmare una domanda altrimenti destinata a rimanere insoddisfatta anche a cagione delle responsabilità e degli incentivi che le norme giuridiche sulle IPO "convenzionali" sanciscono e determinano in capo ai vari attori coinvolti nel relativo procedimento⁵⁹.

Insomma, quotando per valori meramente convenzionali il veicolo "vuoto" nel contesto di quella che appare come una sorta di "meta-IPO"⁶⁰, e rinviando

⁵⁶ Come osserva P. DAVIES, *UK Listing Review* (16 March, 2021), reperibile in blogs.law.ox.ac.uk/oblb, in luogo di una società operativa alla ricerca di investitori, nella SPAC si daranno, piuttosto, degli investitori alla ricerca di "una-qualche" società operativa.

⁵⁷ Cfr. S. GRYGLEWICZ, B. HARTMAN-GLASER, S. MAYER, *PE for the Public: The Rise of SPACs* (October 21, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 2, 37, i quali sostengono che la quotazione via SPAC sia processo preferibile per l'approdo in borsa di imprese innovative particolarmente ricche in valori "intangibili", le quali, per quanto meritevoli, potrebbero incontrare un'accentuata difficoltà nella trasmissione al mercato delle rilevanti informazioni di tipo "soft" che, viceversa, l'esperto *management team* della SPAC, interponendosi tra investitori e *target*, sarebbe in grado di acquisire e processare adeguatamente nel contesto della *due diligence* funzionale alla negoziazione da imbastire con la stessa *target*, così in definitiva contribuendo a mitigare severi problemi di selezione avversa e *underpricing*. Sulla stessa linea di pensiero, adde M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, *SPACs* (December 14, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 9 ss.

⁵⁸ Cfr. ancora M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 12 ss.; e v. pure K. KORI, H. OSANO, *A Theory of SPACs* (October 5, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

⁵⁹ Cfr., in questo senso, J. BAI, A. MA, M. ZHENG, (nt. 15), *passim*, ove appunto si sostiene che, oltre a fattori di tipo economico, siano le stesse norme giuridiche in tema di responsabilità civile dell'intermediario collocatore nel contesto delle IPO a contribuire ad un effetto di rilevante segmentazione del mercato dei servizi di *underwriting*. La presenza delle SPAC rimedierebbe a tale stato di cose grazie alla capacità, all'esperienza e agli incentivi dei propri *sponsor*, i quali agirebbero alla stregua di "*non-bank certification intermediaries*" in grado di scrutinare il merito di imprese relativamente più piccole e rischiose di quelle tipicamente servite dalle banche d'investimento che solitamente si pongono a capo dei consorzi di collocamento nei procedimenti d'offerta finalizzati alla quotazione. Sul tema cfr., in generale, N. SHER, *Underwriters' Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis*, in 27 *U. Pennsylvania J. International L.*, 2006, 389 ss.; da noi, v. S. LOMBARDO, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, Giuffrè, 2011, 51 ss.; F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2013, 65 ss., 176 ss.

⁶⁰ M. LEVINE, *Money Stuff: SPAC Magic Isn't Free* (January 8, 2021), reperibile in <https://>

la questione relativa al *pricing* ad una benefica e “protetta” negoziazione a due tra gli amministratori della SPAC e la selezionata impresa *target*⁶¹, nel contempo offrendo agli investitori, a contenimento di problemi di asimmetria informativa e di possibili azzardi morali qui altrimenti particolarmente accentuati, oltre alla reputazione degli *sponsor*⁶², la garanzia di efficaci congegni protettivi “altri” rispetto a quelli tipici delle “vere” IPO⁶³, alla SPAC riuscirebbe di perseguire il suo “speciale scopo” al riparo degli umori del mercato⁶⁴, così

www.bloomberg.com. Come nota M. FUMAGALLI, *Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*, Milano, Egea, 2014, 35, la consolidata prassi delle SPAC di offrire in sede di IPO i propri titoli al prezzo *standard* di 10 dollari/euro è, evidentemente, una convenzione di mercato, dal momento che, in realtà, ancora «non esiste un’attività d’impresa da valorizzare». In effetti, ciò che in tal modo convenzionalmente si prezza è la fiducia nelle qualità e nello sforzo che sarà profuso dal *management team* nell’attività di *scouting* ad essi demandata dagli investitori che sottoscrivono l’“assegno in bianco”. Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 871, ove si afferma che l’investitore, al momento della IPO di una SPAC, «is essentially buying a management team».

⁶¹ Intorno ai benefici comunemente ricondotti ad una tale negoziazione *tailor-made*, cfr., tra gli altri, P. DE BIASI, (nt. 1), 718 s. Come osserva S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e tutela degli investitori*, in *AGE*, 2021, 41, la SPAC mira a sostituire il sistema dell’*open price system* e successivo *bookbuilding* affidato a plurime (e tra loro concorrenti) stime degli investitori istituzionali su di una forchetta di prezzo che, a sua volta, già sostanzia la valutazione dell’emittente compiuta tramite *due diligence* dagli intermediari collocatori in fase di *pre-marketing* e da costoro poi appunto proposta al mercato, con un sistema, invece, di valutazione/*due diligence* “monopolistica” della *target* a cura degli *sponsor*-gestori della SPAC, successivo apprezzamento di questo *pricing* da parte del mercato (in seguito all’annuncio della *business combination*) e sua finale sottoposizione all’approvazione dell’assemblea della stessa SPAC acquirente.

⁶² Per un recente tentativo di misurazione dell’incidenza della reputazione degli *sponsor*-gestori sulla capacità di raccolta delle SPAC, v. A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), *passim*.

⁶³ Cfr. i rilievi di A. MOELLER, (nt. 47), 21 s.; *adde*, più di recente, M. BAIO, P. DE GIOIA CARABELLESE, *Special Purpose Acquisition Companies: Advantages and Disadvantages of the Market’s Own Response to a More Stringent Regulation*, in *Luiss L. Rev.*, 2021, I, 28 ss., spec. 55 ss.

⁶⁴ Cfr. anche ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *Le valutazioni a fini di IPO, Discussion Paper 01.2017*, reperibile in <https://www.fondazioneoiv.it>, 23, ove si constata che, tramite la propria *business combination* con la SPAC, la *target* ottiene lo stesso risultato che avrebbe raggiunto tramite una IPO senza dover tuttavia «svol[gere] il collocamento delle proprie azioni presso gli investitori istituzionali ma solo una negoziazione privata della sua valorizzazione, [e quindi] senza dover affrontare le incertezze determinate dalla volatilità dei mercati finanziari».

contribuendo non solo a contenere tempi e costi, diretti e indiretti, del processo di quotazione tradizionale⁶⁵, ma anche a migliorare le condizioni di certezza complessiva in merito alla stessa possibilità di conclusione dell'affare, atteso che un'operazione di apertura del capitale "via SPAC" varrebbe ad escludere il rischio per l'impresa *target* di giungere sul mercato e non trovare investitori⁶⁶.

3. La struttura finanziaria del veicolo.

3.1. Le azioni ordinarie nel ciclo d'investimento della SPAC.

Onde le sia possibile raggiungere lo scopo che si prefigge, la SPAC, come ormai appurato, si struttura quale società azionaria quotata di modo – si dice – da offrire ad un pubblico più vasto opportunità d'investimento che rimarrebbero altrimenti accessibili alle sole categorie di investitori sofisticati normalmente ammessi ad operare nel mercato del *private equity*⁶⁷. E siccome le azioni di una SPAC sono negoziate su di un mercato regolamentato (o "semiregolamentato"⁶⁸, altra rilevante conseguenza è che, diversamente dal capitale impegnato in un fondo di *private equity*, l'investimento è qui reso, almeno teoricamente, continuativamente liquido⁶⁹.

Dopo l'iniziale dotazione di capitale a fini costitutivi ed in vista del sosten-

⁶⁵ Ivi compreso, tra i secondi, soprattutto il costo rappresentato dall'*underpricing* tipicamente espresso dal c.d. "IPO-pop", cioè dal rimbalzo dei prezzi che si manifesta, talvolta in misura anche notevole, nel primo giorno di negoziazioni del titolo, finendo per imporre all'emittente, come suol dirsi, di "lasciare soldi sul tavolo". Cfr., *inter alia*, R. FERRETTI, A. CASTELLI, (nt. 30), 60. Sul tema generale, v. S. LOMBARDO, (nt. 59), 25 ss.; F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione sui mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, **, *Mercati ed emittenti*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1070 ss.

⁶⁶ Cfr. M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 15 s.; G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 63; P. DE BIASI, (nt. 1), 715 s.

⁶⁷ Cfr., *inter alia*, S.M. DAVIDOFF, (nt. 24), 227; S. LOMBARDO, (nt. 61), 43; M. FUMAGALLI, (nt. 60), 113 ss.

⁶⁸ Volendo qui replicare l'espressione di M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati "semiregolamentati"*, in *Il Testo Unico***, (nt. 65), 1126 ss.

⁶⁹ V. M. BAIO, P. DE GIOIA CARABELLESE, (nt. 63), 55, appunto sottolineando la maggiore libertà di scelta che la SPAC, come società quotata, offre agli investitori rispetto a un tradizionale fondo di *private equity*, ove, viceversa, «investors are allowed to liquidate their investment only when a liquidity event is found».

tamento dei costi dell'IPO e poi della *due diligence* che dovrà compiersi sull'impresa *target*, esborsi, tutti questi, a carico dell'originario gruppo di soci-promotori⁷⁰, la SPAC raccoglie, a mezzo di un'offerta tra il pubblico dei propri titoli, i capitali da destinare, entro lo stretto orizzonte temporale prestabilito e previo consenso degli stessi investitori, all'investimento nella *profit-driven firm* da ricercare. Dal punto di vista della relativa struttura finanziaria, in effetti, una caratteristica di primaria rilevanza della SPAC è la distinzione che, almeno concettualmente, essa introduce nella funzione rispettivamente assoluta dai conferimenti dei soci-promotori e da quelli dei soci-investitori⁷¹. Infatti, mentre i primi fungeranno, appunto, da c.d. *working capital* della SPAC⁷², i secondi, come più volte parimenti evidenziato, rimarranno di converso indisponibili, non potendo essere impiegati per lo svolgimento di nessuna diversa "attività sociale", e per vero neppure nel contesto della stessa "gestione ordinaria" del veicolo, sinché l'assemblea non si sarà espressa circa la loro "trasformazione" da segregata cassa di liquidità, *medio tempore* custodita dal fiduciario che tiene l'apposito *trust fund* o *escrow account*, ad effettivo "capitale d'investimento" da impiegarsi per dar finalmente sfogo alla precipua inclinazione teleologica della SPAC⁷³.

Annunciata l'operazione aggregativa, dunque, sarà possibile la formazione di un prezzo di negoziazione del titolo che, per il caso in cui il mercato creda nella bontà dell'affare proposto dal *management team*, tenderà ad attestarsi su valori superiori a quello del garantito rimborso⁷⁴, il quale, nel caso contrario, rappresenterà un intangibile *floor*, dando così corpo ad un significativo mec-

⁷⁰ Cfr. G.O. NILSSON, (nt. 7), 255 ss.; D. GÜNTHER, (nt. 12), 31, 34; G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 67 ss., 187 ss.

⁷¹ Sul punto v., soprattutto, P. DE BIASI, (nt. 1), 714, 726. Le implicazioni di questa differenziazione, che la presenza del conto *escrow* in cui vincolare i proventi della IPO vorrebbe in qualche modo suggellare, creando però non poche complicazioni dallo squisito punto di vista del diritto societario, sono state approfondite in G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26), al quale dunque ci permettiamo di rinviare (qualche essenziale notazione si trova comunque *infra*, alla nt. 114).

⁷² Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 236, i quali pure riferiscono di come, in talune SPAC, parte dei conferimenti degli stessi soci-promotori venga fatta confluire nel *trust fund* al fine di sovvenzionare ulteriormente il ritorno conseguibile dagli investitori nel caso in cui costoro, in seguito, decidano di esercitare il proprio *redemption right*.

⁷³ Cfr., in questo senso, E. BARCELLONA, (nt. 54), 51.

⁷⁴ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 243; A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 28 s.; nonché M. FUMAGALLI (nt. 60), 17, 123, notando come, sino all'annuncio della *business combination*, l'investimento in SPAC dovrebbe, dunque, risultare sostanzialmente privo di volatilità.

canismo di *downside protection* per il pubblico degli investitori⁷⁵. Viceversa, sino a che non si giunga all'accordo sull'operazione che segnerà l'avvio di quella che viene gergalmente anche detta fase di “*de-SPAC*”, la SPAC si presenterà alla stregua di un'entità societaria «salvadanaio [...] che di fatto quota un conto corrente senza *assets*, fuorché la cassa»⁷⁶, e che, in virtù delle prerogative a costoro riconosciute, in termini economici offre agli investitori l'equivalente di un qualche strumento finanziario a reddito fisso⁷⁷, garantito da una facoltà di *exit* la cui effettività trova a sua volta sostegno nella separata custodia in *escrow* dei capitali raccolti tra il pubblico⁷⁸.

Più che un vero impegno di capitale, gli investitori nella IPO della SPAC starebbero dunque sottoscrivendo una “prenotazione cancellabile”, un *light commitment* che, in attesa di conoscere quale sarà l'attività operativa – e quindi il rischio – riferibile all'impresa che il *management* individuerà come possibile oggetto d'acquisizione, concede loro facoltà di decidere se tradurre quell'iniziale deposito liquido, per l'intanto mantenuto presso un separato conto vincolato, in un investimento definitivo nel capitale di rischio della società risultante dall'operazione rilevante⁷⁹. Proprio per questa ragione si afferma, comunemente, che «fino al momento della *business combination* l'investimento segregato sia da considerarsi privo di rischio, perché rappresenta un capitale immobilizzato, con un'opzione *call* sul titolo»⁸⁰ (o meglio: «su un titolo sconosciuto»⁸¹).

⁷⁵ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER (nt. 15), 3, 10; M. FUMAGALLI, (nt. 60), 123.

⁷⁶ G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 74.

⁷⁷ Così J.C. COATES, (nt. 10), 3, 10, anche alla luce del fatto che i proventi dell'IPO, segregati sul conto, possono essere investiti solamente in titoli pubblici o in fondi del mercato monetario che investono in titoli pubblici. A tal riguardo, deve osservarsi come una delle principali differenze tra SPAC statunitensi ed europee risieda nel fatto che nelle prime il vincolo negoziale d'intangibilità s'estende agli interessi e gli altri proventi via via accumulati sul conto, mentre gli statuti delle seconde solitamente consentono che dette somme siano impiegate dagli amministratori ad integrazione del *working capital* del veicolo. Ad ogni modo, stando a quanto riferito da G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 67, nt. 20, gli azionisti delle SPAC italiane che decidano d'esercitare il recesso normalmente riescono a recuperare il 98,5% delle somme inizialmente “depositate”.

⁷⁸ Cfr. ancora J.C. COATES, (nt. 10), 49 («To back up redemption rights [...] a SPAC settles a trust with a third-party bank, into which proceeds of the initial SPAC offering are placed and held separate from the SPAC's assets»); *adde* U.R. RODRIGUES, STEGEMOLLER, (nt. 11), 925.

⁷⁹ Cfr. M. LEVINE, (nt. 60), il quale efficacemente osserva che «[during the IPO stage] the share [...] is just a receipt on a pot of money held in escrow».

⁸⁰ G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 67.

⁸¹ M. FUMAGALLI, (nt. 60), 17.

Da quanto sopra consegue la possibilità di distinguere, all'interno del ciclo d'investimento della SPAC, tre diverse "fasi" del titolo sul mercato dei capitali, ciascuna delineata dai due decisivi passi che, in seguito alla IPO, segnano la progressione verso la realizzazione dello "speciale scopo di acquisizione"⁸².

Inizialmente, si ha una fase "*No Target*" ("NT"), la quale prende avvio con la IPO della SPAC e termina con la sottoposizione dell'impresa *target* individuata dal *management team* all'approvazione degli investitori. Questa fase è essenzialmente caratterizzata dalla possibilità di esercitare il "diritto di conversione" delle azioni nella corrispondente quota parte di liquidità depositata nel conto vincolato; quindi, come poco più sopra osservato, si tratta di una fase in cui il titolo non dovrebbe esibire volatilità alcuna, essendo il relativo valore di mercato determinato dalla presenza di un "sottostante" non esposto ad alcun rischio economico specifico⁸³.

Successivamente, con la sottoposizione dell'impresa *target* al voto degli investitori, si apre una seconda fase "*Target Found*" ("TF"), la quale poi terminerà con l'eventuale finalizzazione della *business combination*. In questa fase, diversamente che nella precedente, si potrà appunto tastare la reazione del mercato all'operazione prospettata, potendosi allora immaginare tre diversi atteggiamenti degli investitori, i quali potrebbero: *i*) vendere le azioni in borsa; *ii*) accettare l'acquisizione proposta e trattenere le azioni; *iii*) votare contro l'acquisizione e intitolarsi al recesso, ottenendo il pagamento della pertinente quota proporzionale dal conto fiduciario. In ogni caso, anche laddove s'addivenisse all'approvazione dell'operazione rilevante e la reazione del mercato dovesse al riguardo risultare negativa⁸⁴, il corso delle azioni non dovrebbe in ogni caso scendere significativamente sotto il valore della sottostante pretesa di pagamento dal conto fiduciario, proprio perché tale pretesa può ancora esser esercitata dal singolo investitore nonostante l'avvenuta approvazione a maggioranza dell'operazione d'investimento⁸⁵. Viceversa, l'incremento del prezzo delle azioni

⁸² Cfr. S. LEWELLEN, *SPACs as an Asset Class* (March 25, 2009), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 5 ss., sulla cui scorta v., più di recente, D. GÜNTHER, (nt. 12), 110 ss.; ma cfr. anche A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 28 ss.

⁸³ M. BAIO, P. DE GIOIA CARABELLESE, (nt. 63), 48.

⁸⁴ Cfr., attorno a questa eventualità, M. FUMAGALLI, (nt. 60), 124, il quale, essenzialmente, riconduce questa ipotesi a situazioni in cui il mercato si dia conto dell'esistenza di conflitti d'interesse non adeguatamente gestiti.

⁸⁵ D. GÜNTHER, (nt. 12), 111 s. Consteremo in seguito come, almeno per le SPAC statunitensi di più recente generazione, il potere di voto sia in realtà ormai dissociabile da quello di riscatto del capitale, così che a quelle sopra elencate deve appunto aggiungersi l'ipotesi del-

segnalerebbe condivisione della selezione da parte del mercato, perciò alimentando una corrispondente domanda di scambio dei titoli della SPAC⁸⁶.

Ciò che deve subito evidenziarsi è che, per ragioni che dovrebbero ormai risultare sufficientemente chiare, tanto nella fase “NT” che in quella “TF”, le azioni della SPAC sono poste al riparo da qualsiasi possibilità di diluizione di valore connessa alla successiva attualizzazione, con la *business combination*, dei costi impliciti nella struttura, a principiarsi, come a breve vedremo, dalla remunerazione dovuta al *management team*, appunto dipendente dall’approvazione dell’operazione rilevante da parte degli azionisti⁸⁷. Con il che si aprirà, dunque, la terza e ultima fase, quella di “*Acquisition Completed*” (“AC”), la quale appunto principia con il perfezionamento dell’operazione rilevante per poi tendenzialmente coincidere con la vita della stessa impresa risultante dalla combinazione tra SPAC e *target*⁸⁸, fatte anche qui salve, naturalmente, le scelte individuali degli investitori, i quali, giusta la natura quotata della stessa entità “combinata”, potranno pur sempre cedere liberamente le azioni in borsa, con la consapevolezza, a questo punto, che la *performance* del titolo *post-merger* potrà loro restituire un profitto rispetto all’investimento iniziale solo a condizione che lo sviluppo della realtà aziendale combinatasi con la SPAC risulti per l’appunto in grado di sopravanzare i costi propri della struttura della società veicolo che l’ha condotta sul mercato⁸⁹.

l’azionista che, pur votando in favore dell’operazione rilevante, decida ciò nonostante di recedere. Come vedremo, la principale motivazione di un tale comportamento è da ricondursi all’intenzione di dissociare rischio e rendimento dell’operazione grazie alla combinazione, da un lato, dell’incondizionato diritto di rimborso delle somme provvisoriamente conferite e, dall’altro, della facoltà di trattenere (o vendere separatamente) i buoni di sottoscrizione azionaria dalla SPAC gratuitamente assegnati agli investitori al momento della propria IPO (v. parr. 3.2 e 5.3).

⁸⁶ In verità – va anticipato pure questo –, potrebbe anche darsi che tale domanda sia sostenuta da acquisti di pacchetti di azioni direttamente o indirettamente riconducibili allo stesso *management team* della SPAC (e compiuti soprattutto al fine di intitolarsi al voto sulla *business combination*, di cui invece gli *sponsor*-gestori sono privi con riguardo alle proprie *founder share*: v. par. 3.5), ovvero agli azionisti dell’impresa *target* (specialmente laddove il prezzo convenuto per la sua acquisizione sia maggiore rispetto al suo valore intrinseco). In queste ipotesi, come ancora nota D. GÜNTHER, (nt. 12), 111 s., l’incremento del prezzo delle azioni della SPAC sarebbe dunque piuttosto dovuto ad una specifica strategia diretta a conseguire la maggioranza di voti favorevoli all’operazione rilevante in assemblea.

⁸⁷ V. parr. 3.5.

⁸⁸ V. anche nt. 189 per qualche altra precisazione.

⁸⁹ Cfr. ancora D. GÜNTHER, (nt. 12), 85, osservando come, dal punto di vista economico, sarà, dunque, a tal fine necessario un periodo minimo di detenzione. Un aspetto, questo dell’attualizzazione dei costi derivanti dall’operazione, allora evidentemente assai delicato per gli

3.2. *I warrant di sottoscrizione azionaria.*

Procedendo oltre, v'è poi da dire che, a tutto questo, la struttura finanziaria social-tipica di una SPAC aggiunge altri elementi di complessità, caratterizzandosi, innanzitutto, per la comune ricorrenza di un ulteriore – e assai significativo – profilo di “opzionalità” che qualifica, per così dire attraversandolo nella sua interezza, il sottostante procedimento d'investimento.

In quelle che vengono comunemente denominate “*unit*”, infatti, insieme ad azioni ordinarie dotate del sostanziale carattere della redimibilità⁹⁰, oggetto dell'offerta al pubblico sono anche dei *warrant* azionari di sottoscrizione, ossia strumenti derivati del tipo opzione (in questo caso) *call*⁹¹, assegnati gratuitamente ai sottoscrittori delle azioni e conferenti la facoltà di sottoscrivere ulteriori azioni (o frazioni di azioni⁹²) ad un prezzo predefinito, o comunque

investitori “*buy-and-hold*”, posto che, con la fase “AC” appunto maturano gli oneri finanziari dell'acquisizione e, in particolare, si produce la diluizione del valore delle loro partecipazioni dovuta, da un lato, all'attualizzarsi della pretesa remunerativa del *management team* e delle banche *underwriter*, e, dall'altro, all'esercizio dei *warrant* di sottoscrizione. Un'incidenza, come pure ben s'intende, che per gli azionisti che conservano l'investimento sarà tanto più significativa quanto più alto dovesse risultare il numero di quelli invece ritirati prima della *business combination* (v. par. 5.1).

⁹⁰ Cfr. J.C. COATES, (nt. 10), 3, ove appunto l'affermazione secondo cui una SPAC statunitense registra presso la SEC una «offer and sale of redeemable securities» (e v. anche, *ivi*, 45). Come ricorda E. BARCELLONA, (nt. 54), 11 ss., spec. 17 s., proprio il carattere di redimibilità delle azioni è, storicamente, quello che, aggiuntosi al corredo organizzativo tipico della s.p.a. di “diritto comune” alle prese con lo stabile esercizio di un'attività d'impresa (ove esso si porrebbe in una posizione «platealmente contro-funzionale rispetto allo scopo perseguito»), ha permesso che da questa venisse differenziandosi la “speciale” variante della s.p.a.-*investment company*, invece dedicata all'investimento professionalmente diversificato in strumenti finanziari. Quanto alla recente esperienza della SPAC [la quale, tecnicamente, comunque non è una *investment company*: v. G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26)], l'ampiezza della facoltà di riscatto del capitale caratterizzante il modello solleva, soprattutto in Europa, il problema dell'individuazione di adeguate soluzioni tecniche tramite cui assicurare detto carattere di ritrattabilità dell'investimento. Cfr. R. CHRISTIE, (nt. 39); e v. poi, ad es., le soluzioni di recente proposte nell'ordinamento spagnolo a mezzo delle speciali previsioni di cui diciamo *infra*, par. 6.

⁹¹ Cfr., per tutti, E. PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 386 ss.

⁹² In questo caso, naturalmente, occorrerà detenere un numero di *warrant* sufficienti ad arrivare almeno all'unità. Sul tema, v., in generale, F. GUERRERA, *I warrant azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, Giappichelli, 1995, 1 ss., evidenziando come, nell'esperienza delle operazioni di finanza mobiliare, l'impiego dei *warrant* sia annoverabile tra le principali soluzioni “agevolative” o “incentivanti” che gli operatori sono usi implementare

collegato a criteri prestabiliti, condizionatamente al compimento dell'operazione rilevante ed entro un certo lasso di tempo⁹³. Qualora, viceversa, il termine di durata della SPAC spiri senza che alcuna *business combination* sia stata realizzata, e si giunga perciò alla liquidazione della società, in quella sede il valore dei *warrant* si azzerà⁹⁴.

Per comune regola convenzionale, dopo la IPO della SPAC, i *warrant* sono “staccabili” dalle azioni ricomprese nelle *unit* sottoscritte, e dunque suscettibili di autonoma circolazione⁹⁵, con la conseguenza, allora, che l'investitore potrà di fatto sdoppiare il proprio “portafoglio SPAC” su due strumenti che hanno qualità e profili di rischio/rendimento differenti⁹⁶. Egli, in-

strumentalmente alla ricercata operazione di raccolta di capitale sul mercato primario cui l'emissione di questi strumenti è appunto collegata. La recente prassi circa la frazionalità del *warrant* delle SPAC sarebbe appunto volta ad accentuare ulteriormente tale funzione. Cfr. D. D'ALVIA, (nt. 23), 53.

⁹³ L'attuale prassi di mercato delle SPAC statunitensi è ben riferita da M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 248, ove si riporta che «[u]nits sold in the 2019-20 Merger Cohort IPOs, which were uniformly priced at \$10.00, contained a warrant for between one-quarter of a share and one share, with an exercise price set uniformly at \$11.50 per share». Anche in Europa le SPAC offrono le proprie *unit* solitamente al prezzo di 10 euro ciascuna. Quanto al periodo di esercizio dei *warrant*, l'opzione in essi incorporata è di “tipo americano”, e perciò, diversamente da quella di “tipo europeo”, esercitabile non già a scadenza data, bensì durante tutto il periodo di relativa *maturity*, il quale, nelle SPAC, è normalmente fissato in cinque anni dal perfezionamento dell'operazione rilevante. Cfr. M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 1, 58; M. FUMAGALLI, *Brevi considerazioni sugli statuti delle SPAC e sui regolamenti dei warrants (di Space S.p.A. e di Capital for Progress 1 S.p.A. in particolare)*, in *Riv. soc.*, 2018, 745.

⁹⁴ Cfr., per tutti, G.O. NILSSON, (nt. 7), 261.

⁹⁵ Al riguardo E. PANZARINI, (nt. 91), 391, nota come sia proprio questa capacità di autonoma circolazione a rendere i *warrant* azionari strumenti particolarmente versatili e attraenti nel contesto di operazioni di ricapitalizzazione e finanziamento della società emittente. Infatti, se per queste ultime essi rappresentano «un efficiente mezzo per incentivare soci o terzi a sottoscrivere [titoli] di nuova emissione (ai quali [appunto] viene di proposito unito il *warrant*)», dal punto di vista degli investitori si tratta di strumenti «appetibili perché comportano un impegno relativamente contenuto [rispetto a] i guadagni, potenzialmente illimitati, propri della vendita diretta del *warrant* ad un prezzo più elevato di quello di acquisto o conseguenti all'esercizio dell'opzione (se il valore delle azioni sul mercato è superiore al prezzo di esercizio sommato al prezzo o premio corrisposto per l'acquisto [o sottoscrizione] del *warrant*)».

⁹⁶ Cfr. G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 68, 78 s.; G.O. NILSSON, (nt. 7), 262. Per M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 3, 22, considerata la natura protetta del capitale sino alla *business combination*, l'investimento nella IPO di una SPAC può dirsi di fatto equivalente «to a default-free convertible bond with extra warrants [= i.e., options on future acquisition]».

fatti, ben potrebbe decidere, p. es., di votare contro la proposta acquisizione, così intitolandosi al recesso sulle azioni (oppure cederle sul mercato secondario qualora il relativo prezzo si portasse al di sopra del *redemption value*), e al contempo tuttavia conservare (o vendere separatamente) i *warrant*, e per questa via giungere comunque a partecipare, gratuitamente e *pro-rata*, all'eventuale *upside* dell'azione di compendio⁹⁷. Di conseguenza, v'è – o meglio, vi può essere – un successivo *decoupling* “sostanziale” della volontà negoziale (in ragione dei diversi motivi sottostanti alle scelte) dell'investitore⁹⁸, il quale potrebbe non credere nelle capacità dei gestori della SPAC, o comunque non gradire o non essere interessato all'impresa *target* da questo finalmente individuata, eppure al contempo trattenerne i *warrant*, in tal modo vedendosi di fatto offerto il privilegio della partecipazione ad una distribuzione asimmetrica di ricchezza connessa all'eventuale apprezzamento *post-business combination* del (dismesso, ma “recuperato”, perché ancora *aliunde* opzionabile) titolo-azione⁹⁹.

Quanto alla giustificazione di una tale strutturazione dell'offerta, si trova comunemente affermato che, nel contesto della IPO di una SPAC, la funzione principale dei *warrant* sia quella di attrarre gli investitori di “*first round*”, remunerandoli per la disponibilità a parcheggiare la propria liquidità in un veicolo “vuoto”, cioè in una società-salvadanaio che (potenzialmente) per un

⁹⁷ Cfr., *inter alia*, Y. SHACHMUROVE, M. VULANOVIC, *Specified Purpose Acquisition Company IPOs*, in *The Oxford Handbook of IPOs*, a cura di D. CUMMING, S.A. JOHAN, Oxford, OUP, 2019, 315 ss. Come spiega M. LEVINE, (nt. 60), il *warrant*, alla pari di qualsiasi altro strumento derivato del tipo opzione, può scambiarsi ad un valore superiore a zero «because it may turn out to be valuable in some uncertain future»; pertanto, credendo che ci sia «at least some chance that [the SPAC will] negotiate a good deal, the stock will end up being worth more than \$ 11.50, and the warrant will end up in the money», qualcuno potrebbe determinarsi «to pay you today for that uncertain future value».

⁹⁸ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 9. Chiaramente, è un questo un *decoupling* la cui concessione avviene ad un certo costo; costo qui specificamente rappresentato dall'impatto diluitivo che l'eventuale esercizio delle opzioni avrà sulle azioni degli investitori privi di *warrant* per aver, p. es., acquistato le azioni sul mercato secondario allettati dall'annuncio della *business combination* (v. anche par. 5.1).

⁹⁹ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 237. Abbiamo in verità già anticipato (*supra*, nt. 85) come le SPAC statunitensi di più recente generazione siano venute orientandosi nel senso di un *decoupling* altresì *formale* tra “potere” e “interesse” dell'investitore, nel senso di riconoscere il diritto al rimborso delle azioni indipendentemente dall'orientamento del voto espresso sulla *business combination*. Sulle ulteriori complessità che ciò genera, e sulle possibili implicazioni di tale ipotesi di “*empty voting*”, rimandiamo ancora al par. 5.3.

biennio altro non deterrà se non un conto corrente vincolato, in attesa di poter giungere ad “una-qualche” *business combination* ¹⁰⁰.

Tuttavia, se si guarda alla letteratura di finanza aziendale, i modelli analitici utilizzati, le argomentazioni svolte e le conclusioni raggiunte rispetto alla scelta che vede un emittente offrire, in sede di propria IPO, pacchetti composti di azioni ordinarie ed *equity warrant*, risultano tutt’altro che univoci. Ciò che qui può dirsi, semplificando molto il discorso, è che una tale soluzione in punto di *security design* indicherebbe la presenza di significativi problemi d’informazione asimmetrica, trovandosi poi il campo conteso dai concorrenti, per quanto non mutualmente esclusivi ¹⁰¹, paradigmi esplicativi rispettivamente noti come *agency-cost hypothesis* e *signalling hypothesis*.

Il primo, enfatizzando la necessità, nel finanziamento d’imprese relativamente più giovani e rischiose (= contesto di maggiore incertezza *ex ante*), di frazionare l’impegno dei capitali, si da ridurre il pericolo che l’*agent*-amministratore, il cui comportamento è difficilmente osservabile da parte dei *principal*-investitori, finisca per dissipare la ricchezza di quest’ultimi in progetti di scarsa qualità, ritiene che l’offerta congiunta di azioni e *warrant* dia corpo ad un’operazione di raccolta funzionalmente paragonabile allo *staged financing* tipico del *venture capital* ¹⁰². Il secondo, invece, argomenta nel senso di una prevalente funzione di segnalazione che la presenza dei *warrant* assolverebbe realizzando quella che, di fatto, è una condivisione del maggior valore futuro

¹⁰⁰ Cfr., tra gli altri, G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 68. Da canto loro, U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 9, sostengono esplicitamente che, nell’esperienza delle SPAC, «the warrants were initially seen as a “sweetener” to entice IPO buyers that could not expect the “pop” that accompanies a typical IPO».

¹⁰¹ Cfr. J.C. HOW, J.S. HOWE, *Warrants in Initial Public Offerings: Empirical Evidence*, in 74 *J. Bus.*, 2001, 433, 455; L. ZHANG, *An Empirical Study of Unit IPOs in the UK: Why Do Firms Include Warrants in Initial Public Offerings?*, Ph.D. Dissertation, Birmingham Business School, 2010, 30 ss.

¹⁰² È questa la nota tesi di P. SCHULTZ, *Unit initial public offerings – A form of staged financing*, in 34 *J. Financial Econ.*, 1993, 199 ss., per il quale l’inclusione dei *warrant*, valendo a scaglionare l’erogazione dei capitali a disposizione dei gestori, mirerebbe a risolvere il problema degli *agency cost* associati alla presenza di *free cash flow* (così come a suo tempo teorizzato da M.C. JENSEN, *The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in 76 *American Econ. Rev.*, 1986, 323 ss.), vincolando l’*agent* al compimento di decisioni d’investimento ottimali, nonché adeguatamente *value-revealing* dal punto di vista informativo. Qualora così non fosse, il mancato esercizio delle opzioni incorporate nei *warrant* da parte degli investitori equivarrebbe ad una negazione del successivo *round* di finanziamento dell’iniziativa, donde, appunto, l’analogia con quanto tipicamente avviene nel *venture capital*, su cui cfr., *ex plurimis*, D.V. NEHER, *Staged Financing: An Agency Perspective*, in 66 *Rev. Econ. Studies*, 1999, 255 ss.

dell'impresa per il caso del verificarsi di un favorevole ma incerto “*state of nature*”, rappresentando dunque un costo che i gestori sarebbero disposti a sopportare al fine di indicare agli investitori la più alta qualità dei loro progetti, onde potersi così sottrarre ad un altrimenti assai probabile effetto di selezione avversa¹⁰³.

Per quanto i suddetti paradigmi esplicativi si trovino sovente richiamati anche con riguardo alle SPAC¹⁰⁴, non manca, tuttavia, chi invece esprime più di un dubbio circa la piena riferibilità delle relative assunzioni di fondo, per lo più sviluppate in un contesto di teoria finanziaria generale delle IPO, alle peculiari caratteristiche di queste società veicolo, ove, in verità, manca l'elemento economico “impresa” di cui si tratterebbe di “scoprire” il valore incentivando i gestori a condividere le rilevanti informazioni in loro possesso, così da incanalare altresì il comportamento verso scelte virtuose¹⁰⁵.

¹⁰³ È questa invece la parimenti nota tesi di T.J. CHEMMANUR, P. FULGHIERI, *Why Include Warrants in New Equity Issues? A Theory of Unit IPOs*, in 32 *J. Financial & Quantitative Analysis*, 1997, 1 ss. (ma v. già S.A. ROSS, *The Determinants of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*, in 8 *Bell J. Econ.*, 1977, 23 ss.). Poco più in dettaglio, rigettando la diversa tesi degli *agency-cost* (ritenuta incompleta, e perciò inaffidabile, posto che «the possibility of squandering value arises in almost all firms, and if this were the sole driving factor, unit offerings should be the financing vehicle of choice for most firms rather than being confined to high risk firms in speculative industries»), questi altri aa. ritengono, piuttosto, che i meglio informati (e avversi al rischio) *insider* delle “*good firm*”, quelle, cioè, con valore futuro atteso più alto, ma che, per il resto, potrebbero tuttavia presentare un livello di rischiosità (= tasso di varianza dei risultati attesi) maggiore, uguale o inferiore rispetto alle “*bad firm*” operanti nello stesso settore o in settori equiparabili, trovino ottimale strutturare l'offerta attraverso il concorso di tre elementi di segnalazione (*three-signal equilibrium*): i) “*unit*” appunto composte di azioni e *warrant*, ii) un relativo livello di *underpricing* del “pacchetto” così strutturato, e iii) una certa porzione di *equity* conservata in capo agli stessi *insider*. Intorno alle due tesi, oltre alla letteratura già cit. in nt. 101, v., in seguito, anche M. LEE, P. LEE, S. TAYLOR, *Unit Initial Public Offerings: Staged Equity or Signaling Mechanism?*, in 43 *Accounting & Finance*, 2003, 63 ss.

¹⁰⁴ Cfr. Y. SHACHMUROVE, M. VULANOVIC, (nt. 97), 315 ss.; A. ZUBIZARRETA NAVARRO, *Evidencias sobre las SPACs*, Colegio Universitario de Estudios Financieros (Junio 2021), reperibile in <https://biblioteca.cunef.edu>, 6 s.

¹⁰⁵ Cfr., in questo senso, le osservazioni critiche di D. D'ALVIA, *SPACs: limiti e prospettive tra hard law e soft law*, in *RDS*, 2017, 1193, ponendo, piuttosto, l'accento sul ruolo giocato dai peculiari presidi operanti a livello di *governance* della stessa società veicolo, i quali, in fondo, potrebbero essere essi stessi considerati alla stregua di peculiari meccanismi di segnalazione e contenimento dei possibili azzardi morali. Sotto il primo aspetto, ciò che davvero è importante segnalare al pubblico dei potenziali investitori riguarda la differenza “qualitativa” della SPAC rispetto ad altri (precedenti e poco commendevoli) esperimenti pur sempre riposanti sull'impiego di *cash-shell company* a fini di *reverse listing* (e v., p. es., le osservazioni di V.T. DA-

Questa consapevolezza, in effetti, pare adesso emergere in alcune investigazioni più specificamente calibrate, le quali evidenziano come quello da assumere a rilevante scenario concettuale non sia qui un “ordinario” contesto d’informazione asimmetrica, e che, pertanto, più che indurre l’*agent* alla *condivisione* di informazioni che (a ragione della natura “operativamente vuota” della struttura d’investimento affidata alle sue cure) in verità inizialmente non possiede, occorre piuttosto incentivarlo a sostenere i costi per un efficiente processo di *acquisizione* d’informazioni relative alla selezionanda impresa *target* di modo che vengano poi consegnate agli investitori occasioni per un buon impiego “operativo” dei capitali oggetto della previa sollecitazione “in bianco”. Tenendo conto di ciò, si è allora sostenuto che, nelle SPAC, l’offerta congiunta di azioni e *warrant*, in uno con l’*equity promote* riservato agli *sponsor-gestori*¹⁰⁶, servirebbe piuttosto a determinare un ottimale bilanciamento di “rischio” e “qualità” nel lavoro di selezione che dovrà essere in futuro condotto da questi ultimi¹⁰⁷.

TAR, E. EMM, U. INCE, *Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs*, in 1 *Banking & Finance Rev.*, 2012, 17 ss.). Sotto il secondo profilo, invece, basti, p. es., riflettere sulla circostanza che, rispetto alle argomentazioni sviluppate in seno alla *agency-cost hypothesis* “tradizionale”, la SPAC non si limita invero a frazionare, tramite l’iniziale offerta di pacchetti composti di azioni e *market warrant*, la liquidità da mettersi ad immediata disposizione dell’*agent*, ma, andando ben oltre ciò, essa invero *tout court* separa – di fatto neutralizzandola con un meccanismo di tutela a carattere “reale” – la posizione degli *sponsor-gestori* dalla materiale collocazione – e, quindi, dalla concreta disponibilità – della *totalità* dei “capitali d’investimento” già raccolti tra il pubblico al tempo della IPO, i quali, mercé l’intervento del fiduciario-terzo incaricato di tenere il conto vincolato, verranno, appunto, separatamente custoditi in attesa dell’individuazione della *target* e dell’assunzione delle rilevanti determinazioni volitive da parte dei *principal*-investitori.

¹⁰⁶ V. par. 3.5.

¹⁰⁷ Così S. CHATTERJEE, N.K. CHIDAMBARAN, G. GOSWAMI, *Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs*, in 69 *J. International Money & Finance*, 2016, 151 ss. Poco più in dettaglio, questo risultato sarebbe conseguito grazie alla contestuale presenza, da un lato, d’uno *stock grant* che, riservato ai gestori, fornirebbe loro «an incentive to expend costly effort, obtain information about firm characteristics and choose a high-quality firm for acquisition», e, dall’altro, dei *market warrant* offerti agli investitori, la cui funzione precipua sarebbe invece quella d’introdurre un elemento di diluizione della stessa quota partecipativa degli *sponsor*, così che questi siano finalmente indotti a selezionare un progetto che al contempo esibisce «a [...] comparatively lower risk».

3.3. La clausola di trust/escrow account.

Come che sia, in ragione di quanto sopra osservato circa il relativo attributo di autonoma negoziabilità, la dottrina giuridica ha constatato come i *warrant* delle SPAC assolvano, *de facto*, una funzione ulteriore rispetto a quella loro assegnata nelle società “tradizionali”, consentendo – si noti – una remunerazione, almeno in potenza, *anche di chi, non condividendo l’operazione rilevante, receda*, e garantendo poi un’appropriazione asimmetrica (più che proporzionale) della ricchezza creata dopo la conclusione dell’operazione rilevante¹⁰⁸. Nella SPAC, l’elemento della *redemption*, e cioè il diritto di ottenere il rimborso delle azioni, rappresenta, in effetti, lo strumento principe di tutela degli investitori rispetto all’“assegno in bianco” da essi sottoscritto¹⁰⁹. Questa caratteristica di agevole redimibilità dell’investimento, che di per sé evidentemente ha – e non potrebbe non avere – delle immediate e profonde implicazioni sulla struttura finanziaria della SPAC, a sua volta introduce due ulteriori elementi molto rilevanti.

Il primo è rappresentato dall’intervento, nel procedimento che dà corpo alla programmata connessione tra raccolta del capitale e sua finalistica destinazione al mercato delle acquisizioni societarie, del *trust/escrow account* in cui i capitali raccolti tra il pubblico saranno custoditi in attesa che l’operazione rilevante sia sottoposta all’approvazione dei soci, e che poi appunto avrà anche la funzione di finanziare i rimborsi in favore degli azionisti che, recedendo, decidessero di non rendere definitiva la propria iniziale scelta d’investimento¹¹⁰.

A questo elemento, caratteristico della struttura della SPAC, abbiamo accennato più volte. Ciò che ora occorre aggiungere è che, nella logica di detta struttura, l’interposizione di tale istituto, di derivazione dalla vasta area della “fiducia”¹¹¹, rappresenta, in un rapporto appunto di mezzo a fine, il presidio rivolto a conferire tangibile consistenza alla distanza funzionale che corre – e che il modello pretende che corra – tra la “sospesa” dimensione della SPAC e

¹⁰⁸ In questi termini, P. DE BIASI, (nt. 1), 729; e cfr. anche M. FUMAGALLI, (nt. 93), 745.

¹⁰⁹ Cfr., *ex plurimis*, D. D’ALVIA, (nt. 23), 65; G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 77.

¹¹⁰ Cfr., *ex multis*, D. D’ALVIA, (nt. 23), 63 s.

¹¹¹ Cfr., in generale, G. PROVAGGI, *Agency escrow*, in AA.VV., *Fiducia, trust, mandato ed agency*, Milano, Giuffrè, 1991, 291 ss.; A.M. LUCIANI, *Escrow*, in *Contr. impr.*, 2005, 801 ss.; A. FUSARO, *La clausola di escrow account*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, II, 566 ss.; P. ZAGAMI, *L’escrow agreement negli ordinamenti di common law e nell’ordinamento italiano*, in *Trusts*, 2012, 365 ss.

quella, invece “reale e concreta”, dell’impresa, permettendo che i danari conferiti dagli investitori nella IPO non vadano confusi col patrimonio generale della stessa società veicolo¹¹² prima che costoro abbiano contezza dell’individuata impresa *target* e possano esprimersi sull’affare loro proposto nell’assemblea chiamata a deliberare sull’operazione rilevante¹¹³. Un altro modo per esprimere il concetto è dire che la presenza del conto segregato vale a dare concreta evidenza operativa alla separatezza concettuale, più sopra richiamata, tra i conferimenti dei soci-promotori e quelli dei soci-investitori¹¹⁴.

¹¹² Così G. CRISTOFARO, *Il trust nella quotazione delle Spac* (Special purpose acquisition companies), in *Trusts*, 2009, 272 ss., spec. 274, dopo aver osservato che «l’istituto del trust è utilizzato per la raccolta e la segregazione delle somme versate dagli investitori nella fase di quotazione della SPAC prima dell’esecuzione delle operazioni di acquisizione o di fusione con le società operative selezionate»; *adde*, per la letteratura straniera, J.C. COATES, (nt. 10), 49.

¹¹³ La funzione del *trust* all’interno del ciclo di vita di una SPAC vorrebbe, dunque, esser triplice: *i*) garantire la presenza delle somme versate dagli investitori al momento di dar corso all’operazione rilevante; *ii*) funzionalizzare, a mezzo di segregazione patrimoniale, la disponibilità di quelle somme allo “specifico affare” rappresentato dalla *business combination* che avrà ottenuto il consenso maggioritario degli stessi investitori in assemblea; *iii*) finanziare il rimborso delle partecipazioni rese oggetto di recesso. Cfr., tra gli altri, U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 924 s.

¹¹⁴ Cfr. D. GÜNTHER, (nt. 12), 39, il quale scrive che «[d]ie Einlage der Gelder auf dem Treuhandkonto schafft für die Anleger einen Rechtsschutz der SPAC-spezifischen anlegerschützenden Strukturen. [...] Es schafft die in der SPAC typische Trennung von Management und Eigenkapitalverwaltung sowie die fortgesetzte Verwendungskontrolle durch die Anleger. In die Treuhandvereinbarung ist daher insbesondere die Begrenzung des Verwendungszwecks auf entweder Finanzierung der Unternehmensübernahme oder Auszahlung an die Anleger aufzunehmen». Negli Stati Uniti, affinché la clausola sul *trust fund* della SPAC non interferisca col regime patrimoniale proprio della *corporation*, indebitamente alterando l’ordine delle distribuzioni in favore dei soci-investitori, pare che, talvolta, gli *sponsor*-gestori convengano col fiduciario l’obbligazione di questi a rifondere i primi delle somme che fossero sottratte al conto vincolato in conseguenza di eventuali azioni di terzi creditori. Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 925, testo e nt. 604; J.C. COATES, (nt. 10), 49, nt. 202. Quanto al ns. ordinamento, P. DE BIASI, (nt. 1), 714, 726, dopo aver sottolineato come – *de jure* – la distinzione invero non tenga dinnanzi all’art. 2740 c.c., trattandosi di una segregazione di fonte meramente negoziale, per quanto, poi, la natura non operativa della SPAC e la circostanza di trovar le relative spese adeguata copertura nei conferimenti dei promotori, ne rendano – *de facto* – non problematica l’implementazione, sotto altro aspetto ritiene che l’uso del conto vincolato intenda imitare la soluzione, tipica dei fondi di investimento, rappresentata dall’interposizione di un depositario indipendente tra gestore e investitori. Per ragioni già chiarite altrove, e per essere la SPAC, più che gestore in monte dei capitali degli investitori, espressione di una “società commerciale in divenire” che ai sottoscrittori delle azioni attribuisce una posizione appunto “sospesa” tra la contitolarità di un deposi-

Da altro punto di vista ancora, può osservarsi che, se la clausola di *escrow account* ha una tale rilevanza nella struttura della SPAC, è perché, in verità, la sua principale funzione si lascia apprezzare in relazione allo stesso processo di formazione della volontà negoziale dell'investitore; profilo con riferimento al quale la presenza del congegno fiduciario in discorso va chiaramente letta insieme al connubio di poteri di *voice* ed *exit* che condizionano l'intero svolgimento del processo di selezione dell'investimento, il quale, può già qui anticiparsi, appare dare vita ad un modello di mandato con *dominus* "presente" considerato appunto che «profilbestimmendes Charakteristikum für diese Anlageform sind die weitreichenden Anlegerrechte zur Steuerung ihres Investitionskapitals»¹¹⁵.

In linea di principio, può dunque dirsi che la SPAC, così come rinvia al futuro la questione del *pricing*¹¹⁶, parallelamente pure rinvia l'effettiva esplicitazione del (vincolo nascente dall'iniziale) consenso negoziale dell'investitore¹¹⁷. E ciò essa fa intervenendo *strutturalmente* sulle regole del mandato (altrimenti completamente) "in bianco" conferito agli *sponsor*-gestori, temporaneamente privandoli del potere di disporre dei fondi dei soci-investitori onde evitare, come suol dirsi, che costoro impieghino il tempo loro concesso semplicemente "accomodandosi" sulla ricchezza raccolta. Danari, invero, ormai formalmente divenuti, mercé il conferimento effettuato nel contesto dell'au-

to prontamente liquidabile e l'impegno riferibile a un conferimento invece da confermare, siamo dell'idea che il particolare regime di destinazione patrimoniale che la clausola di *escrow account* mira a realizzare sia piuttosto accostabile a quello degli artt. 2331, comma 4, e 2342, comma 2, c.c. Cfr. G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26). Nel senso dell'assoluta inconciliabilità del *trust account* con le norme in tema di conferimenti e formazione del capitale sociale, si sono invece espressi A. DI CIOMMO, A. PALAZZOLO, G. VISENTINI, *Special Purpose Acquisition Company. Analisi del veicolo d'investimento e della sua dinamica applicativa nell'ordinamento interno ed eurounitario* (10 luglio 2020), reperibile in <https://www.iurisprudentes.it>.

¹¹⁵ D. GÜNTHER, (nt. 12), 3. E allora neppure è un caso che la dottrina giuridica, in diversi contesti e anche in Italia, abbia altresì dubitato della compatibilità della clausola sul conto fiduciario della SPAC con le norme imperative che nel tipo azionario definiscono come esclusiva la competenza gestoria degli amministratori (art. 2380-*bis*, c.c.), ciò da cui poi pure dipende, come a tutti noto, la più generale tecnica di distribuzione delle competenze decisionali tra organo gestorio e assemblea (artt. 2364 e 2365 c.c.). Anche su questo ci sia permesso innanzitutto rinviare a G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26); e v. poi *infra*, ntt. 256 e 269, per qualche altra notazione al riguardo.

¹¹⁶ V. *supra*, par. 2.2.

¹¹⁷ Che nelle SPAC vi sia una «zeitlichen Verschiebung des substantiellen Investitionszeitpunkts auf den Zeitpunkt der Abstimmung über die Unternehmensübernahme» è constatazione svolta anche da D. GÜNTHER, (nt. 12), 85.

mento di capitale deliberato a servizio della quotazione, parte del patrimonio della società, epperò all'uopo resi oggetto di un'esternalizzata custodia fiduciaria in attesa che, collettivamente organizzati in assemblea, gli stessi soci-investitori s'esprimano sull'esecuzione che quel mandato – di principio, allora, in verità solo “esplorativo” – abbia ricevuto da parte dei gestori, decidendo se farne proprio il risultato, onde in quel contesto poter pure eventualmente recuperare, in via individuale e su basi informative a questo punto (presumibilmente) più adeguate, spazio per una propria eventuale determinazione negoziale di segno negativo. Ciò che, se del caso, si concreterà nell'esercizio di un parimenti riconosciuto potere di disinvestimento (a mezzo di recesso o altro, a seconda di ciò che l'ordinamento giuridico consenta e di quanto lo statuto disponga), con effetto, quindi, di svincolo (a questo punto anche definitivamente formale) di quei fondi dalla partecipazione allo scopo proprio dell'ente “condizionatamente” partecipato, e quindi, in prospettiva, dalla partecipazione al rischio economico relativo all'attività imprenditoriale finalmente imputabile all'entità “combinata”¹¹⁸.

3.4. SPAC roadshow e investimenti “PIPE”.

Procedendo oltre, la redimibilità del capitale apportato nella IPO, come più sopra osservato, lascia ancora emergere un'ulteriore, significativa esi-

¹¹⁸ Da questo punto di vista, in effetti, potrebbe affermarsi che, rispetto all'investimento da compiersi nella scovanda *profit-driven firm*, mercé il concorso, da un lato, della coppia di poteri di *voice* ed *exit* e, dall'altro, del conto vincolato, che, andando oltre la mera obbligazione negativa dei gestori, di tali poteri “realisticamente” supporta l'effettivo esplicitarsi garantendo, ad un tempo, che i fondi non vengano distratti per fini altri dalla realizzazione della *business combination* che abbia ottenuto il *placet* degli investitori (= esercizio di un'opzione di tipo *call* sul relativo titolo) e dal rimborso degli azionisti che invece abbiano espresso volontà redimente (= esercizio di un'opzione di tipo *put* sull'azione SPAC), la struttura negoziale della SPAC incorpori una binaria logica di opzionalità economica (*opt-in/opt-out*) di portata ben più estesa – o, se vuol dirsi, radicale – di quella implicita nello *staged financing* tipico del *venture capital*, e che dovrà allora trovare inveramento mercé l'impiego di congegni negoziali appunto capaci d'una coerente efficacia giuridica. Come poco sopra osservato, a risultare qui scaglionato è, in effetti, lo stesso esplicitarsi in senso definitivamente vincolante del consenso negoziale relativo alla primordiale, ma “sospesa”, decisione d'investimento, allora pure spiegandosi l'ampliamento dell'oggetto su cui, rispetto alla prassi comunemente osservabile con riguardo a patti di opzione economicamente meno complessi, insiste il prescelto meccanismo di garanzia rappresentato dalla temporanea segregazione in *escrow* dei fondi (v. *supra*, nt. 105). Insomma, per l'investitore di una SPAC parrebbe fondato discorrere, semmai, di una “*staged investment decision*”.

genza. Posto che la vocazione teleologica ultima della SPAC è pur sempre quella di “farsi impresa”, combinando la propria cassa di liquidità con l’attività economica condotta dalla *target*, alla stessa società veicolo s’imporrà la ricerca d’ulteriori mezzi di finanziamento che possano eventualmente compensare i deflussi monetari che essa abbia subito in conseguenza dei recessi da parte degli investitori iniziali, sì da poter comunque soddisfare le condizioni convenute per la finalizzazione della *business combination* con la *target*¹¹⁹.

Il che può talvolta avvenire con un’ulteriore iniezione di capitale da parte del gruppo dei promotori oppure dei principali azionisti della stessa società bersaglio¹²⁰. Oltre a ciò, la SPAC e il *management* della *target* comunemente si adoperano per sponsorizzare attivamente la propria unione in quelli che, con terminologia evidentemente mutuata dalla prassi delle IPO convenzionali, vengono comunemente chiamati “SPAC *roadshow*”¹²¹. Il primo obiettivo è quello di consolidare l’interesse da parte del mercato. In effetti, rispetto alle alternative soluzioni di *exit* (alienazione vs rimborso) offerte agli investitori, i gestori della SPAC troveranno naturalmente preferibile che questi eventualmente cedano le proprie partecipazioni sul mercato, così che le casse del veicolo non vengano oltremisura intaccate. Di conseguenza, gli *sponsor*-gestori dedicano notevoli sforzi per alimentare l’interesse dei potenziali

¹¹⁹ Solitamente, le imprese *target* subordinano l’efficacia dell’operazione alla condizione che, a seguito dei rimborsi in favore dei recedenti, nelle casse del veicolo che deve condurle in borsa permanga un determinato livello di liquidità netta da apportare alla *business combination*. La letteratura non manca tuttavia di evidenziare come tale condizione venga poi di frequente rinunziata o rinegoziata, col risultato che, spesso, gli azionisti della SPAC si troveranno nel complesso a detenere una parte minoritaria del capitale della società risultante dall’operazione. Ed anzi, la possibilità per i soci di riferimento della *target* di conservare il controllo sull’impresa è un aspetto che viene sovente indicato come fattore determinante nella scelta di questa alternativa via per l’approdo sul mercato dei capitali, sebbene ciò possa poi talvolta tradursi nella difficoltà di rispettare i requisiti di diffusione del capitale richiesti dai regolamenti di mercato. Cfr. A. MOELLER, (nt. 47), 23 ss.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 237; M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 2, 13; G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 71 ss.

¹²⁰ A tal fine, al momento dell’IPO, talvolta le SPAC negoziano con i propri *sponsor* o con investitori terzi dei c.d. *forward purchase agreement* in forza dei quali costoro s’impegnano ovvero acquisiscono la facoltà di investire ulteriori capitali al momento dell’acquisizione. Cfr. M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 2, testo e nt. 4, 10; J.C. COATES, (nt. 10), 44; D. D’ALVIA (nt. 23), 59, 160.

¹²¹ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 237 s.; G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 237 s.

acquirenti, sì da sviluppare un più attivo mercato secondario delle azioni della SPAC¹²².

Il secondo obiettivo del *roadshow* (o in alcuni casi di un *roadshow* separato) è quello di attrarre i c.d. investimenti “PIPE” (letteralmente: *private investments in public equity*), ossia collocamenti riservati di ulteriori quantitativi di azioni della SPAC¹²³, effettuati per lo più in concomitanza della fusione in favore di investitori istituzionali¹²⁴. Tale ulteriore processo di raccolta di capitali viene peraltro comunemente percepito alla stregua d’una strategia che, segnalando la presenza di un significativo elemento di convalida dell’operazione da parte degli istituzionali, può anch’essa valere a consolidare le certezze del mercato, riducendo il volume complessivo dei riscatti azionari¹²⁵.

¹²² In alcuni casi, per giunta, gli *sponsor* stipulano specifici accordi con gli investitori che assumano l’impegno a non domandare il rimborso delle proprie azioni; raramente, tuttavia, i termini di tali patti, e segnatamente il compenso offerto a tali azionisti, risultano oggetto di una comunicazione pienamente trasparente. Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 238, testo e nt. 19; per ulteriori considerazioni, v. D. D’ALVIA, (nt. 23), 160.

¹²³ Si tratta, insomma, di un ulteriore momento di *capital raising* successivo ad un’offerta pubblica/IPO e solitamente condotto, nella prassi, quale alternativa ad un’offerta pubblica secondaria (c.d. *seasoned equity offering*). Cfr. W.K. SJOSTROM jr., *PIPEs*, in 2 *Entrepreneurial Bus. L. J.*, 2007, 381 ss.; S. LOMBARDO (nt. 61), 48 ss. Con specifico riguardo alle SPAC, v. anche J.C. COATES, (nt. 10), 50.

¹²⁴ In verità, le SPAC concordano la raccolta di PIPE *investment* anche in precedenza, stipulando con gli *sponsor* o investitori terzi i già richiamati *forward purchase agreement*. Ma, anche in questi casi, è poi del tutto comune il ricorso ad ulteriori collocamenti di azioni una volta che sia stata individuata l’impresa da acquisire. Cfr., sull’intensità e ricorrenza del fenomeno, M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 38, i quali riportano che l’80% delle operazioni di “*de-SPAC*” all’interno del campione da loro analizzato è stato finanziato mediante la raccolta di PIPE *investment*. V. anche D. D’ALVIA, (nt. 23), 66, 158, osservando come s’abbia dunque a che fare con «another uncodified market practice that is commonly found in SPACs and usually represents the norm in the US»; il dato trovasi confermato, da ultimo, anche in A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 29 s., ove si riferisce che le SPAC solitamente conseguono investimenti PIPE d’ammontare medio pressoché corrispondente a quello del *trust fund* inizialmente raccolto in sede di IPO.

¹²⁵ Cfr. M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 2; D. D’ALVIA, (nt. 23), 7, 158, sottolineando che «[t]he PIPE can work as an “anchor investor” and a valuation validation of the business combination». Quanto all’Europa, ove il fenomeno non pare comunque altrettanto sviluppatto, se ne è constatata la possibile contrarietà alla disciplina in tema di abusi di mercato, atteso che, essendo la SPAC una società quotata, e ricevendo tipicamente i PIPE *investor* informazioni confidenziali sulla *target*, il tutto potrebbe porsi in contrasto con le previsioni della MAR. Cfr. S. LOMBARDO, (nt. 61), 42. In verità, anche negli USA è verosimile ritenere che l’investitore istituzionale chiederà alla SPAC di rendere pubbliche, al momento dell’annuncio dell’operazione, le informazioni che in precedenza abbia ricevuto in via riservata, posto che

3.5. La remunerazione dei gestori e degli intermediari collocatori.

Altra relevantissima caratteristica della SPAC concerne le peculiari modalità con cui essa remunera il lavoro profuso e le risorse apportate dagli *sponsor-gestori*.

Come si è detto, in fase costitutiva, i promotori conferiscono risorse finanziarie destinate alla formazione del “capitale di funzionamento” del veicolo, esponendosi quindi al rischio di relativa perdita qualora non si giunga all’approvazione della *business combination*¹²⁶. Sollecitando, poi, il pubblico degli investitori ad apportare il “capitale da investimento”, i gestori s’impegnano a mettere a servizio di costoro la propria esperienza e capacità professionale nella ricerca di un’impresa operativa nella cui attività mettere definitivamente a frutto i capitali così raccolti.

In cambio di tutto ciò, essi ricevono, in un collocamento privato che si svolge prima dell’apertura del capitale della SPAC al pubblico e a condizioni economiche di forte favore, strumenti finanziari rappresentati da azioni di categoria speciale (*founder share*) le quali, al perfezionarsi – e solo al perfezionarsi – della *business combination*, si convertiranno in azioni ordinarie. Il modello ricorrente nell’esperienza statunitense prevede che lo *sponsor equity* corrisponda al 20% del capitale *post-IPO* della SPAC e che esso venga acquisito per un corrispettivo nominale (solitamente oscillante tra 1,5 e 4,7 centesimi di dollaro per azione), con un notevole sconto, quindi, rispetto ai 10 dollari per *unit* solitamente corrisposti dai soci-investitori¹²⁷. Viceversa, nel caso

non sarebbe altrimenti possibile negoziare il titolo senza violare il divieto di *insider trading*. Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 273, testo e nt. 79.

¹²⁶ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 897; P. DE BIASI, (nt. 1), 720. In termini economici, può dirsi che la SPAC sia ideata in modo da rendere gli esborsi associati alla propria venuta ad esistenza e al proprio funzionamento dei “costi sommersi” (*sunk cost*), come tali non recuperabili, e messi in conto agli *sponsor-gestori* dell’iniziativa. Così U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 8. In Italia, i promotori partecipano alla SPAC con un investimento iniziale solitamente compreso tra il 2 e il 4% del valore della successiva IPO. Cfr. M. FUMAGALLI, (nt. 60), 48; G. GIGANTE, *Gli strumenti finanziari della SPAC: caratteristiche e rendimenti*, in *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, a cura di G. GIGANTE, A. CONSO, Milano, Egea, 2019, 62.

¹²⁷ Nelle SPAC europee, invece, la remunerazione tipicamente avviene mediante previsione di un coefficiente di conversione notevolmente premiante (in Italia, solitamente, 1:5-7). Cfr., sull’uno e l’altro contesto, G.O. NILSSON, (nt. 7), 262 s.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 246; F. GARRAMONE, *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 138 s.; M. FUMAGALLI, (nt. 60), 34 s.; D. GÜNTHER, (nt. 12), 38.

in cui, nel periodo di tempo che stringentemente ne limita il mandato, i gestori non riuscissero a trovare un'impresa da acquisire, ovvero non riuscissero a convincere gli investitori circa la bontà dell'affare loro proposto, e la SPAC perciò giungesse a scioglimento, le azioni speciali in loro possesso rimarrebbero escluse da ogni residua pretesa di rimborso¹²⁸. Inoltre, prima dell'acquisizione, le azioni degli *sponsor* sono prive di diritti di voto oppure sono vincolate a votare in accordo con la maggioranza delle azioni dei soci-investitori¹²⁹, così da realizzare il principio secondo cui solo gli investitori decidono sull'approvazione dell'operazione rilevante¹³⁰.

È questo il c.d. *sponsor promote*, appunto un compendio di strumenti azionari assegnati in funzione di una remunerazione la cui piena condizionalità al conseguimento dello *special purpose* del veicolo gestito vorrebbe realizzare il c.d. “*skin-in-the-game*”¹³¹, allineando l'interesse degli *agent*-amministratori a

¹²⁸ Le azioni riservate ai soci-promotori delle SPAC statunitensi sono strumenti finanziari che, in forza di apposita previsione pattizia, non partecipano a nessuna distribuzione patrimoniale per il caso di recesso o di liquidazione della società *pre-business combination*. Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 237; G.O. NILSSON, (nt. 7), 263. In Italia, gli statuti delle SPAC prevedono che i soci-gestori detengano azioni che non partecipano alla distribuzione di utili e che sono postergate nel rimborso del netto di liquidazione. Esse, tuttavia, partecipano alla eventuale distribuzione di riserve *durante societate*, previsione rivolta a scongiurare la (invero remota) ipotesi che gli investitori possano per questa via realizzare una sorta di liquidazione *ante tempus* della SPAC. Cfr. F. GARRAMONE, (nt. 127), 138, nt. 24; M. FUMAGALLI, (nt. 60), 47 s., nt. 5.

¹²⁹ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 892. In Italia, le azioni speciali assegnate ai promotori sono prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie (v. i riff. di cui alla nt. prec.).

¹³⁰ P. DE BIASI, (nt. 1), 727, 741. È però chiaramente possibile (come già abbiamo anticipato in nt. 86) che potere di voto gli *sponsor*-gestori acquisiscano acquistando azioni ordinarie sul mercato [cfr. G.O. NILSSON, (nt. 7), 260], prassi che non trova opposizione alcuna nei regolamenti dei mercati statunitensi, mentre è stata di recente resa oggetto di specifiche previsioni restrittive altrove, p. es., nel Regno Unito (v. *infra*, par. 6).

¹³¹ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 895 ss.; J.C. COATES, (nt. 10), 4. Come puntualizza D.S. RIEMER (nt. 38), 959, tale obiettivo, tuttavia, non si realizza in ragione di un cospicuo investimento in proprio (il quale, al contrario, «is not very sizeable»), quanto, piuttosto, per il fatto che «this management stake with a high amount of potential value [...] often represents their only chance at profiting from the venture». In altri termini, ciò che di realmente grosso rischia lo *sponsor* per il caso di mancata realizzazione della *business combination* non è, solitamente, una qualche rilevante parte di ricchezza propria, bensì i ben più cospicui *financial gain* per l'appunto derivanti dall'approdo alla fase di “*de-SPAC*”. Insomma, per dirla con D. D'ALVIA, (nt. 23), 61, «[s]ponsors love to use other people' s money».

quello dei *principal*-investitori: l'individuazione, appunto, del miglior e più profittevole affare possibile nel lasso di tempo prestabilito¹³². Allo scopo di rafforzare tale allineamento d'interessi, è usuale, inoltre, che le azioni speciali assegnate ai gestori non possano essere vendute (clausola di "lock-up") per un certo periodo di tempo (in genere un anno) dopo l'approvazione della *business combination*¹³³.

Analoga logica investe pure i *warrant* per la sottoscrizione di ulteriori azioni ordinarie che completano il pacchetto di remunerazione degli *sponsor*-gestori (c.d. *sponsor warrant*, per distinguerli dai *market warrant* ricompresi nelle *unit* offerte agli investitori). Si tratta, infatti, di ulteriore "at risk capital" apportato dai gestori¹³⁴, posto che il corrispettivo da costoro versato per acquistare questi strumenti contribuisce ulteriormente al *working capital* della SPAC ed è privato d'ogni pretesa di rimborso in caso di mancato completamento dell'investimento finale¹³⁵.

I promotori di una SPAC, dunque, non ricevono alcun compenso predeterminato per l'opera prestata, né – diversamente da quanto è tipico per i gestori di un fondo di *private equity* – una commissione in misura fissa calcolata sulla massa del capitale gestito (c.d. *management fee*), ma sono remunerati, *eventualmente*, solo al momento della *business combination*. Viceversa, qualora l'operazione rilevante non venisse realizzata entro il termine previsto, i pro-

¹³² Cfr., *inter alia*, D. D'ALVIA, (nt. 23), 60 s.; S. CHATTERJEE, N.K. CHIDAMBARAN, G. GOSWAMI, (nt. 107), 153, 177.

¹³³ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 263, poi però evidenziando come sui gestori non gravi alcun cogente obbligo di *disclosure* circa l'assunzione di eventuali posizioni di copertura; G.O. NILSSON, (nt. 7), 264, da canto suo, osserva come, nonostante le previsioni di *lock-up*, generalmente «SPAC sponsors are not expected to stay with the SPAC post acquisition».

¹³⁴ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 895 s., 921, i quali, dopo aver constatato come questa componente fosse mancante nelle SPAC di prima generazione, osservano che, destinando in tal modo al funzionamento del veicolo un'ulteriore parte di ricchezza propria rispetto a quella simbolicamente associata alle *founder share*, gli *sponsor* delle SPAC abitano in qualche misura comunque aumentato la propria esposizione al rischio di perdita. V. anche D. D'ALVIA, (nt. 23), 59.

¹³⁵ Al pari di quanto versato per le *founder share*, anche il corrispettivo degli *sponsor warrant* confluisce, infatti, nel conto fiduciario su cui vantano titolo, per il caso di liquidazione precoce della SPAC, solamente gli investitori. Cfr. D. GÜNTHER, (nt. 12), 38; G.O. NILSSON, (nt. 7), 263 s., il quale riporta che gli *sponsor* investono in *warrant* somme all'incirca corrispondenti al 3-5% dei fondi raccolti nella IPO del veicolo. Anche questi strumenti possono essere accompagnati dalla previsione di un periodo di *lock-up*, ancorché solitamente inferiore a quello relativo alle *founder share*.

motori non ricevessero compenso alcuno, e il capitale raccolto verrebbe restituito *pro quota* fra i soci-investitori nel contesto della liquidazione della SPAC¹³⁶. Lo scambio economico che viene così instaurandosi tra le parti, dunque, è nel senso che gli *sponsor*-gestori costituiscono, a proprie spese, il veicolo d'investimento, ne aprono il relativo capitale al pubblico, da questo ricevendo mandato d'identificare, ad esclusivo rischio degli stessi mandatari, un'impresa *target* entro una determinata cornice temporale, venendo ricompensati mediante un'allocazione di *equity* che risulterà fortemente premiante laddove alla *business combination* effettivamente poi si giunga¹³⁷; nel frattempo, e dall'altro lato, gli investitori s'impegnano ad apportare l'iniziale cassa di liquidità, vedendosi tuttavia offerta una possibilità di "*free-look*" sull'operazione d'investimento attraverso le due concorrenti opzioni (*put/call*) di recupero del capitale iniziale (più, eventualmente, gli interessi nel frattempo maturati sul conto), e di acquisizione, a mezzo dell'esercizio dei *market warrant* che siano nel frattempo divenuti "*in-the-money*", di azioni della società "combinatasi" con il veicolo che l'ha condotta in borsa¹³⁸.

¹³⁶ Cfr., per tutti, U.R., RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 872, 893; E. BARCELLONA, (nt. 54), 50 s.

¹³⁷ Cfr. ancora E. BARCELLONA, (nt. 54), 93, il quale si riferisce a quella dei promotori delle SPAC nei termini di «una super-remunerazione». Quanto alle SPAC statunitensi, M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 279, indicano che il valore medio delle azioni degli *sponsor*-gestori al momento della *business combination* è di 54 milioni di dollari, corrispondente a un rendimento medio del 433%. Osserva P. DE BIASI, (nt. 1), 737 s., come la divergente conformazione delle funzioni di *pay-off* delle diverse categorie di strumenti emessi dalle SPAC debba essere letta insieme alla "norma" sulla separazione dei conferimenti di soci-promotori e soci-investitori. Se, da un lato, nell'ipotesi in cui la SPAC non raggiunga il proprio scopo, dovendo esser perciò liquidata, l'esclusione di pretese di rimborso *pari passu* si spiega proprio alla luce del sottostante «concetto di separare i flussi e porre il rischio a carico dei promotori», nel caso opposto, ove invece «tutto si confonde e il fatto che i promotori abbiano sopportato un rischio è superato dalla realtà [dell'impresa combinata]», il trattamento privilegiato degli *sponsor*-gestori troverebbe più di una giustificazione. Innanzitutto, lo spostamento di ricchezza che ciò determina varrebbe appunto a compensare l'iniziale asimmetria nella distribuzione del rischio secondo lo schema logico proprio delle opzioni («se perdo, perdo tutto, se c'è profitto il profilo di *pay-off* è asimmetrico a favore di chi ha rischiato nella prima fase»); in secondo luogo, si tratterebbe di premiare, secondo la logica propria delle *stock-option*, il risultato ottenuto con la riuscita dell'operazione rilevante grazie all'impegno dei promotori.

¹³⁸ Come notano S. CHATTERJEE, N.K. CHIDAMBARAN, G. GOSWAMI, (nt. 107), 153, 177, i *market warrant* detenuti dagli investitori, in linea di principio, costituiscono uno strumento che, laddove esercitato, avrebbe inoltre l'effetto di diluire la partecipazione degli *sponsor*-gestori *post-business combination*, così realizzando quella che, a detta degli stessi aa., costi-

L'ultima notazione da compiersi relativamente alla strutturazione della SPAC alla stregua di procedimento d'investimento deliberatamente "sospeso" concerne gli accordi che essa è solita concludere con le banche d'affari dei cui servizi s'avvale per il collocamento iniziale dei propri titoli¹³⁹. È prassi ormai comune che detti intermediari accettino di ricevere significativa parte delle proprie commissioni solo a seguito dell'avvenuta approvazione dell'operazione rilevante¹⁴⁰, così da partecipare anch'essi al rischio d'insuccesso dell'iniziativa. Tale ulteriore meccanismo di remunerazione condizionata vorrebbe, dunque, anch'esso contribuire ad un maggiore allineamento tra gli incentivi di intermediari, gestori e investitori in merito all'approvazione dell'operazione rilevante¹⁴¹. Infatti, la parte differita viene anch'essa fatta confluire nel conto

tuirebbe un «founder-to-shareholder wealth transfer that is contingent on the successful SPAC acquisition» e avente la funzione di «provide incentives for the founder to select a firm that has comparatively lower risk». In verità, bisogna pure considerare la comune ricorrenza di apposite clausole anti-dilutive in favore degli *sponsor*, prevedendosi che il relativo *promote* si accresca automaticamente al crescere dell'*equity* complessivamente investito al momento della fusione della SPAC con la *target* (solitamente, invece, non si prevede un aggiustamento di segno contrario laddove, per effetto dell'alta consistenza dei recessi, la partecipazione dei gestori venisse ad attestarsi oltre il 20%). Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 233, nt. 9, 246. Del resto, del pacchetto di remunerazione offerto agli *sponsor*-gestori fanno parte anche gli appositi *warrant* di sottoscrizione di cui s'è detto poco più sopra, cosicché l'opinione prevalente è nel senso che, tutto sommato, il rilevante spostamento di ricchezza avverrà in direzione esattamente opposta, con *founder share* e *sponsor warrant* a costituire un significativo "costo" (indiretto) a carico dei soci-investitori (non recedenti).

¹³⁹ L. DIMITROVA, (nt. 20), 102, 106, fa notare come, in un significativo numero di casi, gli stessi intermediari invero poi agiscono anche quali *advisor* nel contesto delle negoziazioni relative alla fusione con la *target*. Come osserva J. DiNAPOLI, (nt. 45), tale ulteriore attivo coinvolgimento delle banche sottoscrittrici è fortemente stimolato dalla tecnica di differimento delle commissioni di cui stiamo per dire nel testo.

¹⁴⁰ Cfr. Y. SHACHMUROVE, M. VULANOVIC, (nt. 97), 321. Con riguardo alla più recente prassi statunitense, M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 250, informano che tali commissioni ammontano solitamente al 5,5% dei proventi della IPO della SPAC, dunque qualcosa in meno del 7% tipicamente praticato nelle IPO convenzionali, e che, di tale ammontare, un 3,5% risulta solitamente condizionato al completamento della *business combination*.

¹⁴¹ Cfr. ancora Y. SHACHMUROVE, M. VULANOVIC, (nt. 97), 321, i quali inoltre osservano come, fino al 2006, solo le banche d'investimento di dimensioni relativamente minori fossero disposte a far parte dei sindacati di collocamento dei titoli delle SPAC, mentre, a partire da quella data, si è assistito all'entrata sul mercato anche dei *player* di più grandi dimensioni e di maggiore *standing* reputazionale, con una conseguente correlazione positiva osservabile sui tassi di approvazione assembleare delle *business combination*. Sul punto, cfr. anche D. GÜNTHER, (nt. 12), 14.

vincolato per essere poi corrisposta all'intermediario solamente in caso di successo della *business combination*, così che se la SPAC dovesse invece andare incontro a liquidazione anche quelle somme verrebbero impiegate nel rimborso degli investitori¹⁴².

4. La SPAC davanti al diritto: notazioni preliminari d'ordine generale.

Per quanto sin qui osservato, non è dubbio, in termini squisitamente obiettivi, che la SPAC alteri – e anzi, per le ragioni parimenti chiarite, propriamente intenda scardinare – l'ordinario funzionamento delle regole in fatto di IPO¹⁴³, realizzando quello che a molti interpreti appare, in buona sostanza, un arbitraggio regolamentare che, svuotando la sostanza delle norme di mercato mobiliare appunto concernenti la delicata fase di quotazione iniziale di un'impresa¹⁴⁴, ad esse mira a sostituire, con non banali conseguenze, la disciplina propria dell'operazione straordinaria impiegata per giungere alla perseguita combinazione aziendale¹⁴⁵. Così che, dando avvio alla fase di “*de-SPAC*”, sarà proprio tale operazione a costituire, per gli investitori che l'abbiano approvata, l'equivalente funzionale di una IPO dell'impresa *target* appunto condotta in borsa a mezzo della combinazione con la *shell-company* precedentemente impiegata per la raccolta della dote finanziaria necessaria per realizzare tale matrimonio¹⁴⁶.

¹⁴² Cfr. ancora D. GÜNTHER, (nt. 12), 34, che nota come anche questo esborso, al pari della conversione dello *sponsor promote*, sia di principio condizionato unicamente all'*an* e non anche al successo economico dell'operazione. Al riguardo, l'indagine di L. DIMITROVA, (nt. 20), 100, già aveva rilevato peggiori *performance* del titolo *post-fusione* in presenza di una tecnica di remunerazione degli intermediari di questo tipo, «suggesting that underwriters with an interest in a deal being completed, regardless of its quality, are more likely to pitch bad deals to SPAC sponsors». Inoltre, come è agevole intuire, anche quello derivante da tali commissioni rappresenta un costo che graverà sui soci non recedenti, sulle cui partecipazioni, anzi, quanto più alto risulterà il livello complessivo dei rimborsi azionari, tanto maggiore sarà l'incidenza diluitiva di tale voce di costo (v. par. 5.1).

¹⁴³ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 2 («SPACs challenge the underpinnings of the traditional IPO model»); J. DINAPOLI, (nt. 45) («SPACs “bend the rules” of the IPO market»).

¹⁴⁴ Specialmente per ciò che concerne la funzione d'intermediazione reputazionale e di *gatekeeping* informativo in quel contesto tipicamente affidato alla banca che, sotto minaccia di rigorose responsabilità, agisce come *lead* o *managing underwriter* all'interno del consorzio di collocamento. Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 12 s.; M. FUMAGALLI, (nt. 60), 118; e v., per ulteriori considerazioni, ntt. 148 e 241.

¹⁴⁵ Cfr. soprattutto J.C. COATES, (nt. 10), 9.

¹⁴⁶ Cfr. E. BARCELONA, (nt. 54), 94, che scrive: «sostanzialmente, la “vera” IPO è quella

Sicché, nonostante la sua recente ascesa, più che un battesimo, abbia invero rappresentato l'improvvisa resurrezione d'un modello che, noto sin dal principio degli anni '90, dopo la crisi finanziaria globale del 2008 pareva destinato all'oblio¹⁴⁷, ben si comprende come, di fronte all'enorme rapidità con cui le azioni delle SPAC si sono diffuse tra il pubblico dei risparmiatori, l'attenzione verso il fenomeno si sia accresciuta come mai prima, stimolando un acceso dibattito che, dopo l'interesse degli studiosi, ha richiamato l'attenzione di *policy-makers*, legislatori e regolatori di mercato¹⁴⁸.

Sino ad ora, infatti, la SPAC è per lo più riuscita a conservare, anche per ciò che concerne il diritto oggettivo che la interessa, la sua natura di feno-

che si realizza allorquando, post-acquisizione della *target* e post-fusione fra SPAC e *target*, quella *profit-driven firm* che prima apparteneva al mondo del private equity (la *target*) fa ingresso nel mondo dei *capital markets*». Nello stesso senso, M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 241, 284; e v. anche U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 3, i quali, in particolare, notano come sia proprio in questo punto che la SPAC riesce a scuotere gli equilibri consolidati, atteso che «[i]n this manner the SPAC form theoretically grants retail investors what is effectively pre-IPO access to investment in private companies. By owning the publicly traded shares of the SPAC pre-acquisition, they supposedly get in on the ground floor of the de-SPAC, when the once-private acquisition target merges with the SPAC and reaches the public markets».

¹⁴⁷ V. *supra*, par. 2.1.

¹⁴⁸ Stando alle indicazioni provenienti dall'assai vibrante dibattito statunitense, l'aspetto maggiormente controverso è che, oltre ad un sostanziale indebolimento della funzione protettiva tipicamente assoluta dalla banca *underwriter*, con possibile sua sottrazione, sul piano giuridico, all'ambito di applicazione delle rigorose regole di responsabilità civile di cui alla *Section 11* del *Securities Act*, mercé una tale peculiare strutturazione dell'operazione diverrebbe possibile comunicare agli investitori riuniti in assemblea ai fini del voto sulla *business combination* proiezioni di crescita riguardanti la società prossima a fondersi col veicolo SPAC (c.d. *forward-looking statement*), cosa invece alquanto rischiosa nel contesto di una IPO convenzionale per non essere questa specifica fattispecie ricompresa nel *safe harbor* all'uopo definito dal *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995. In argomento, cfr., *praecipue*, A.M. ROSE, *SPAC Mergers, Ipos, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage* (February 15, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>; ma v. anche M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, Egea, 2003, 72 ss., il quale osserva come quello relativo alla possibilità di diffondere stime e previsioni sia un tema particolarmente significativo proprio per le IPO di società di recente costituzione operanti in settori nuovi, i cui bilanci sono spesso costruiti sulla base di proiezioni future e di valutazioni di immobilizzazioni immateriali. L'argomento trovasi ora ripreso, con specifico riguardo alle SPAC, da D. D'ALVIA, M. VULANOVIC, *A Rethinking of U.S. Forward-Looking Statements in SPACs* (July 13, 2021), reperibile in news.law.fordham.edu/jcfl; e v. anche M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 15, 41; K. CHAPMAN, R. FRANKEL, X. MARTIN, *SPACs and Forward-Looking Disclosure: Hype or Information?* (October 21, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

meno di origine squisitamente borsistica, ciò nel senso che il processo di standardizzazione internazionale del modello e delle regole che lo riguardano è, per la più decisiva parte, da ascrivere non già all’emanazione di previsioni normative *ad hoc*, bensì a specifici adattamenti nei requisiti di ammissione a quotazione in corso di tempo adottati dai gestori di mercato onde fosse reso appunto possibile il *listing* di entità che, di là dall’asserita reputazione ed esperienza del *management team* in relazione al conseguimento del dichiarato “speciale scopo d’acquisizione”, ben poco avevano invero da comunicare¹⁴⁹. Sono stati, dunque, gli stessi regolamenti di borsa, quale peculiare fenomeno di manifestazione dell’autonomia privata “filtrata” dal potere autorizzatorio dell’autorità di vigilanza¹⁵⁰, ad aver di fatto recepito e reso possibile la realizzazione dell’idea alla base del “*grand experiment*” della SPAC circa l’innesto nella logica funzionale del *private equity* di significati-

¹⁴⁹ Cfr. D. D’ALVIA, *The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices*, in 21 *J. Banking Regulation*, 2020, 107 ss.; ma v. anche D. GÜNTHER, (nt. 12), 22, affermando che «[d]ie Selbstregulierung der Börsen ist die einzige externe spezifische Regulierung der SPACs». Ciò rimane essenzialmente vero anche per l’originaria esperienza statunitense, sebbene la moderna SPAC abbia ivi rappresentato il frutto della reazione del mercato alle restrizioni di cui alla *Rule 419*, emanata dalla SEC in attuazione del *Penny Stock Reform Act* del 1990, atto legislativo tuttavia intervenuto non già, per via diretta, sulla disciplina del veicolo societario, bensì, appunto, sulle condizioni di sua registrazione come emittente titoli ai sensi del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934 con riferimento, rispettivamente, alle norme da queste leggi dettate in tema di *blank check company* e *penny stock*. L’idea, in particolare, fu quella di recepire per via autonomistica, negli statuti delle neo-nate SPAC, i medesimi presidi di garanzia introdotti dalle nuove disposizioni con riguardo alle *blank check company*, evitando, tuttavia, attraverso la quotazione di strumenti finanziari non rientranti, quanto a relativi prezzi d’offerta, nelle rilevanti definizioni della SEC, e mercé volumi di raccolta anch’essi nel complesso superiori alle soglie da quest’ultima determinate, la formale qualificazione di *penny stock issuer*, e con ciò le più invasive restrizioni introdotte dalle nuove norme, prima fra tutte il divieto di negoziazione dei titoli fino al completamento della rilevante operazione acquisitiva. Insomma, l’arbitraggio regolamentare è, in certo senso, parte dello stesso *dna* storico della SPAC. V., su tutto ciò, la letteratura già cit. in nt. 38.

¹⁵⁰ L’espressione è di F. VELLA, V. CORRENTE, (nt. 65), 1045 (e v., nel diritto europeo, per quanto qui principalmente rileva, l’art. 44 dir. 2001/34/CE). La natura in tal senso “complessa” dei regolamenti di mercato è ben sottolineata anche da C. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D’APICE, Bologna, Il Mulino, 2010, 705. Quanto all’origine delle SPAC, adde, per notazioni d’analogia specie, J.C. COATES, (nt. 10), 4, 42; e v. poi D. D’ALVIA, (nt. 23), 67, il quale ricollega la posizione di primazia conseguita dal mercato statunitense proprio alla «brilliant intuition that self-regulation practices can finally be codified by exchanges rather than federal or state law».

ve prerogative di *voice* ed *exit* operanti a livello della struttura societaria partecipata dagli investitori qui sollecitati attraverso la quotazione in borsa del veicolo societario “conchiglia”¹⁵¹.

In questo modo, in buona sostanza, è venuto a crearsi un ambiente normativo alquanto “plastico”, fondato su di un implicito accordo tra mercato e istituzioni, e, quindi, tra autorità e libertà, tra autonomia ed eteronomia¹⁵². La neo-concepita SPAC prometteva al regolatore di mercato di tutelare gli investitori conformando la propria governance in specifico senso (breve termine di durata; interinale custodia dei capitali *in escrow*; competenza dell’assemblea per l’approvazione dell’operazione rilevante; facoltà di *exit*), e il regolatore di mercato, di converso, accettava che il veicolo societario così strutturato seguitasse a collocarsi al di fuori del perimetro di più stringenti discipline¹⁵³.

¹⁵¹ Così, riguardo a tale “esperimento”, U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 849 s., 915, evidenziando come la SPAC abbia appunto rappresentato un tentativo di traslazione sulla struttura di una società *aperta* – e perciò “*public*” – dei principali meccanismi di una relazione *contrattuale* – e perciò “*private*” – originariamente pensata, appunto, per la raccolta di “*private equity*”. D’altronde, che la posizione di primazia ormai raggiunta dai mercati finanziari nel complesso delle discipline d’impresa sia in grado di stimolare, attraverso il *medium* della concorrenza, un più ampio processo di “contrattualizzazione” del diritto societario, è cosa da tempo nota. Cfr., p. es., G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 1305 ss.; ID., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, *ivi*, 2016, 1 ss.; e v. poi, con specifico riguardo all’esperienza della SPAC, considerandola emblematica ipotesi di “*nexus of contracts*”, J.S. MURRAY, *Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations*, in *6 Rev. Integrative Bus. & Econ. Research*, 2017, 5 ss. e *passim*.

¹⁵² V. ancora U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 22, i quali affermano che «SPAC evolution is ultimately a story of deregulation. SPACs [indeed] began with the SEC’s regulatory dispensation». J.S. MURRAY, (nt. 151), 8, da canto suo, sottolinea inoltre come la suddetta “plasticità”, per l’appunto valutata in una prospettiva evolutivista, abbia reso nel tempo possibili taluni significativi cambiamenti nella *governance* delle SPAC, alcuni dei cui requisiti originari, in effetti, sono stati resi gradualmente opzionali, con notevoli ricadute sul relativo funzionamento *de facto*, per quanto ciò sia apparentemente avvenuto senza grossi sconvolgimenti dal punto di vista normativo complessivo. Su ciò v. par. 5.3, spec. i riff. in nt. 207.

¹⁵³ D’altronde, se da un lato occorreva rassicurare la SEC circa le buone intenzioni dei promotori delle neonate SPAC, evitando così il rischio che, p. es., una semplice modifica nelle rilevanti definizioni regolamentari in punto di emittenti di *penny stock* potesse finire per ingabbiare il fenomeno sul nascere, dall’altro pure v’era l’esigenza di ingenerare fiducia e incentivare il collocamento dei titoli delle nuove creature presso il pubblico degli investitori. Da qui, appunto, il compromesso della creazione di «non-penny stock blank check companies with similar protections to Rule 419 firms» [J.S. MURRAY, (nt. 151), 9]. Dopodi-

Osservata, ad un tempo, e dal punto di vista “merceologico” e da quello giuridico, la SPAC appare, dunque, come un’entità che ha sinora per lo più vissuto entro una sorta di “dimensione sospesa”, incarnando un fenomeno d’innovazione finanziaria funzionalmente collocabile sul confine tra il *private equity* e il mercato dei capitali¹⁵⁴, e formalmente estrinsecantesi sotto le vesti di un società quotata “di scopo” mirante a combinarsi con un’impresa operativa di tipo chiuso sotto la vigenza di un peculiare mix di concessioni di *soft-law* e di potenziali ostacoli di *hard-law*¹⁵⁵.

Le cose, tuttavia, potrebbero essere presto destinate a cambiare. A livello internazionale, innanzitutto, si lascia segnalare una specifica iniziativa della IOSCO, la quale ha ritenuto necessaria la creazione di un apposito *network* finalizzato allo studio e alla discussione dei problemi sollevati dalla considerevole diffusione delle SPAC sui mercati finanziari¹⁵⁶. Negli Usa, la SEC, dopo una nutrita serie di iniziative condotte sul piano della vigilanza¹⁵⁷, si è da ul-

ché, le società così congegnate, i cui titoli, in una primissima fase, dovettero esser negoziati “*over-the-counter*”, iniziarono a trovare, appunto con il *placet* della stessa SEC, il favore dapprima dell’AMEX, e poi del NYSE e del NASDAQ. Ciò grazie all’adozione di appositi requisiti di *listing* che, nel mentre consentivano la quotazione di una società non operativa, finivano a loro volta per retroagire in maniera alquanto significativa sulla *governance* societaria, giungendo per questa via a formalizzare la struttura *standard* plasmata dall’incontro delle varie forze del mercato, e da allora in poi stabilmente recepita dalla prassi internazionale. Sugli attuali requisiti di ammissione a quotazione delle SPAC sui vari mercati statunitensi, v. D. D’ALVIA, (nt. 23), 49 ss.

¹⁵⁴ Su ciò cfr. anche E. BARCELONA, (nt. 54), 93.

¹⁵⁵ Nella specie soprattutto rappresentati dalle norme imperative di diritto societario. Cfr. gli approfondimenti comparatistici di D. D’ALVIA, *SPAC: A Comparative Study Under US, Asia and Italian Corporate Framework. Soft Law vs. Hard Law* (August 8, 2014), reperibile in <https://www.ssrn.com>; ID., (nt. 105), 1167 ss.; e v. anche, nella dottrina francese, J.B. BOURBIER, G. RENARD, *Le SPAC: un véhicule d’investissement susceptible de réconcilier marchés financiers et capital investissement?*, in *Revue OFIS*, Avril 2018, 3 ss. In effetti, trattandosi di una struttura organizzativa “aliena” da trapiantare in contesti talvolta assai diversi rispetto a quello d’origine [cfr. A. PAOLETTI, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *RDS*, 2017, 1150], negli ordinamenti di *civil law* si è spesso posta la questione circa la necessità di un più diretto intervento di “cooperazione” da parte dell’ordinamento giuridico in funzione del riconoscimento delle peculiarità del modello. V., per vari riff., nt. 162.

¹⁵⁶ IOSCO, *New IOSCO SPAC Network discusses regulatory issues raised by SPACs*, IOSCO/MR/21/2021, Madrid, 27 July 2021.

¹⁵⁷ Su cui cfr. F. JACQUES, *The Evolving Landscape of SPACs* (February 7, 2022), reperibile in <https://businesslawtoday.org>; v. anche, *amplius*, N. NEWMAN, L.J. TRAUTMAN, *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC* (December 2, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>. Non sono mancate, peraltro, talune specifiche proposte di riforma avanzate in

timo determinata a emanare una corposa proposta di regolamentazione *ad hoc* la quale, laddove approvata, potrebbe notevolmente stemperare i vantaggi di cui le SPAC hanno sinora beneficiato rispetto alle IPO tradizionali¹⁵⁸. Quanto all'ordinamento europeo, ove naturalmente non esiste una disciplina giuridica riferibile alla SPAC come tale¹⁵⁹, si è invece registrata una presa di posizione dell'ESMA la quale, al fine di migliorare la comprensibilità e la comparabilità delle informazioni da rendere agli investitori oblati, ha innanzitutto definito le proprie aspettative di vigilanza per ciò che riguarda l'applicazione del Regolamento Prospetto in sede di quotazione delle SPAC sui mercati regolamentati e, in secondo luogo, ha individuato gli aspetti di maggiore rilevanza ai fini di un'appropriata distribuzione dei relativi titoli in accordo alla MiFID II e alle pertinenti prescrizioni in tema di *product governance*¹⁶⁰. Da canto suo, la

sede legislativa, cfr. C. JUAREZ, *SPACs Face Legislative Scrutiny* (December 11, 2021), reperibile in corpgov.law.harvard.edu.

¹⁵⁸ SEC, *Proposed Rules on Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*, March 30, 2022, il cui principale obiettivo è quello di «provide investors with disclosures and liability protections comparable to those that would be present if a private operating company were to conduct a traditional firm commitment initial public offering». A tal fine, i principali punti di intervento riguardano la responsabilità degli *sponsor* e dell'*underwriter*, ma anche della stessa *target company* e dei *PIPE investor* in relazione all'operazione di “*de-SPAC*”; l'inapplicabilità di previsioni di *safe harbor* in relazione all'utilizzo di *forward looking statement*; la previsione di specifici obblighi di *disclosure* in merito agli *sponsor*, ai loro conflitti d'interesse attuali e potenziali, alla loro remunerazione e al relativo impatto diluitivo sulle partecipazioni degli investitori; la definizione delle condizioni che la SPAC deve rispettare per non qualificarsi come *investment company* ai sensi dell'*Investment Company Act* del 1940, questione anch'essa sinora alquanto controversa [cfr. J.C. COATES, (nt. 10), 10 s., 35 ss.] e difatti finita *sub judice* [v. A. FRANKEL, *Law profs defend theory that SPAC is illegal under Investment Company Act* (November 1, 2021), reperibile in <https://www.reuters.com>]. Per una prima lettura della proposta, v. G. WEINSTEIN, P. RICHTER, B. HECHT, *SEC Rules Would Make SPAC Process More Burdensome than Traditional IPOs* (April 22, 2022), reperibile in corpgov.law.harvard.edu; U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 48), 40 s.

¹⁵⁹ In relazione alle normative di mercato mobiliare che, nelle varie fasi del relativo ciclo di vita, la SPAC potrebbe intercettare, cfr. F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, M.L. PASSADOR, (nt. 4); D. D'ALVIA, (nt. 23), 111 ss.

¹⁶⁰ ESMA, *SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations*, Public Statement, 15 July 2021, su cui v. C. PÉREZ GUERRA, *Comunicado de la AEVM sobre el contenido del folleto informativo de admisión a negociación de la SPAC*, in *RDS*, 2021, 232 ss. (consultato in versione digitale non contenente indicazione dei numeri di pagina; nel prosieguo, pertanto, richiameremo i soli parr. di riferimento); F. URBANI, *Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 2021, 933. Assai critico D. D'ALVIA, (nt. 23), XXVII s., ritenendo l'approccio seguito dall'ESMA per nulla rispettoso della peculiare natura del fenomeno economico considerato.

Commissione, nel contesto di una più ampia consultazione su possibili azioni legislative dirette a favorire la quotazione delle PMI, si sta attualmente interrogando se possano le SPAC costituire un'efficiente e desiderabile alternativa alle IPO tradizionali e se su di esse occorra o meno specificamente intervenire affinché il loro sviluppo sia adeguatamente conciliato con l'obiettivo della tutela degli investitori¹⁶¹.

D'altro canto, a livello nazionale, s'osservano iniziative talvolta invece rivolte a propiziare un ecosistema normativo decisamente "SPAC friendly", al fine di favorire tanto la costituzione di veicoli della specie secondo il diritto societario domestico, quanto la loro quotazione sui mercati locali¹⁶².

¹⁶¹ EUROPEAN COMMISSION, *Listing Act: Making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*, 19 november 2021, iniziativa nel cui ambito, accanto ad un documento di consultazione pubblica, la Commissione ha lanciato anche una più dettagliata consultazione tecnica rivolta ad accademici, autorità di vigilanza e operatori di mercato, elaborando taluni quesiti (i nn. 84-91) specificamente riguardanti le SPAC, tra cui quello (il n. 86) se debbano da questa forma d'investimento essere esclusi gli investitori *retail*.

¹⁶² Il già richiamato studio di E. IGNATYEVA, C. RAUCH, M. WAHRENBURG, (nt. 3), aveva fatto emergere come, delle 19 SPAC quotate tra il 2005 e il 2011 sui mercati europei, solamente 4 fossero state costituite nell'Europa continentale (3 in Lussemburgo e 1 in Olanda), mentre, tra le restanti, 4 erano state incorporate negli USA, 2 nel Regno Unito e le altre per lo più divise tra le Cayman, le Bermuda e le Isole Vergini Britanniche. Secondo gli aa., la scelta tanto del paese di costituzione, quanto della sede di negoziazione, era principalmente da attribuirsi a ragioni di carattere fiscale e ai requisiti stabiliti nei regolamenti di mercato. Dal punto di vista della quotazione, a farla da padrone era allora l'*Alternative Investment Market* (AIM) del *London Stock Exchange*, a detta degli aa. prescelto «because of its loose regulations and listing requirements, which allow for a less expensive and less complicated market». Nessun cenno, invece, alla possibile rilevanza del diritto societario, diversamente da quanto invece avviene nel dibattito più recente [cfr., p. es., gli spunti di cui in R. CHRISTIE, (nt. 39)]. In effetti, se si esclude il progetto di riforma spagnola che a breve menzioneremo, e se si tiene conto che l'opinione al momento prevalente è nel senso che l'attività condotta dalla SPAC non impinga nella legislativamente riservata "gestione collettiva del risparmio", non configurando essa, più in particolare, un FIA in forma societaria ai sensi della AIFMD [*contra*, ma in posizione decisamente minoritaria, D. D'ALVIA, (nt. 105), 1186 ss.], la recepibilità del "modello-SPAC" entro i comuni tipi azionari di riferimento si è spesso presentato come un problema di non facile soluzione, che gli studiosi si son trovati ad affrontare a diritto societario immutato. Cfr., per la Francia, S. LAMBERT, *L'acclimatation des SPAC en France*, in *BJS*, 2011, 1033 ss.; D.B. HAGHNEJAD, (nt. 42), 42 ss.; per l'Italia, V. DONATIVI, P. CORIGLIANO, *Le SPAC* (Special Purpose Acquisition Companies): *il modello internazionale e la sua compatibilità col diritto italiano*, in *Società*, 2010, 17 ss.; G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26); per la Spagna, I. FERNÁNDEZ TORRES, *Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español*, in *RDBB*, 2021, 91 ss.; per l'Olanda, che attualmente è la più rilevante piazza fi-

È quanto di recente avvenuto nel Regno Unito¹⁶³, in Spagna¹⁶⁴ e in diversi altri paesi europei¹⁶⁵, sicché, specialmente ora che negli Stati Uniti le SPAC iniziano viceversa a sentire la pressione di una regolamentazione che tende a farsi sempre più stringente, il tema della competizione regolatoria appare ormai aperto, e pertanto, di qua e di là della Manica, e per la verità anche altro-

nanziaria per costituzione e la quotazione di SPAC in Europa, H.M. VAN KESSEL, D.J. LEMSTRA, *De SPAC (special purpose acquisition company)*, in *Ondernemingsrecht*, 2020, 794 ss. Un cenno a parte merita la Germania ove, ad oggi, pare che nessuna SPAC sia stata costituita in accordo al diritto azionario tedesco in quanto le più qualificanti soluzioni statutarie del modello presenterebbero profili di insanabile contrasto con diverse previsioni imperative dell'*AktG*. V. K.M. SCHANZ, *SPACs – Neue Finanzierungsform und deutsches Recht*, in *NZG*, 2011, 1407 ss.; SCHALAST, M. GEURTS, E. TÜRKMEN, (nt. 8), 1284 ss.; P. MELZER, J. SIEBERT, *SPACs – Special Purpose Acquisition Companies*, in *Praxishandbuch Finanzierung von Innovationen*, a cura di C. HOPPE, Wiesbaden, Springer, 2021, 657 ss., spec. 674 ss.; D. GÜNTHER, (nt. 12), 26 ss., 120 ss.; A. MOELLER, (nt. 47), 43 ss. Analoga la situazione in Svizzera, ove si colgono potenziali ostacoli in talune norme del Codice delle obbligazioni, cfr. C. HUMBEL, T. VAN GAMMEREN, *SPACs: The Swiss Capital Markets Law Perspective*, in *CapLaw*, 2021, No. 2, 9 ss.

¹⁶³ V. FCA, *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules*, Policy Statement, July 2021, iniziativa con cui il regolatore di mercato, nel contesto di un più ampio disegno rivolto a far conseguire al paese una posizione di primazia sul mercato delle IPO *post-Brexit*, ha di recente modificato le proprie *Listing Rules* al principale fine di rimuovere il precedente ostacolo che non consentiva la negoziazione delle azioni della SPAC pendente il processo di *business combination*, la cui conclusione avrebbe comunque comportato revoca dell'emittente quotato e necessità di una nuova procedura di *listing*, con redazione e deposito di apposito prospetto. Cfr. D. D'ALVIA *et al.*, *The UK SPAC Reform: Preliminary Remarks* (6 September 2021), reperibile in blogs.law.ox.ac.uk/oblb. A ciò si associano altre coeve proposte di riforma volte a sganciare le regole sul prospetto dall'impianto proprio della disciplina unionale, onde, tra le altre cose, innalzare il criterio rilevante a fini d'imputazione della responsabilità connessa all'impiego di *forward-looking projections* (v. HM Treasury, *UK Prospectus Regime Review – A Consultation*, July 2021, *Chapter 5*). L'obiettivo è stato da ultimo confermato nella versione finale della proposta governativa del primo marzo 2022 (HM Treasury, *UK Prospectus Regime Review – Review Outcome*, March 2022, 7). In letteratura, su tutti questi temi, cfr. J. PAYNE, C.M. PEREIRA, *The Future of the UK IPO* (February 23, 2022), reperibile in <https://www.srn.com>.

¹⁶⁴ Ove l'*Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión*, presentato il 5 maggio 2021 dal *Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital*, tra le altre cose, ha proposto l'introduzione di una specifica normativa di rango primario dedicata alle SPAC. Cfr. I. FERNANDEZ TORRES, (nt. 162), *passim*; R. PALA LAGUNA, *El reconocimiento de las peculiaridades de la SPAC en la proyectada reforma de la Ley de sociedades de capital*, in *RDS*, 2021, 419 ss. Il progetto è stato approvato dal Consiglio dei ministri spagnolo alla fine di giugno di quest'anno e, dunque, ha poi iniziato il relativo *iter* parlamentare.

¹⁶⁵ V. nel par. 6.

ve¹⁶⁶, le opinioni degli interpreti vengono confrontandosi attorno al solito quesito se quella da ultimo intrapresa con riguardo alle SPAC rappresenti una “*race to the top*” oppure “*to the bottom*”¹⁶⁷.

5. Il “vero volto” della SPAC nel recente dibattito giuseconomico.

5.1. Una struttura d’investimento intrinsecamente difettosa e troppo (asimmetricamente) costosa.

Lasciando per il momento da parte ogni discussione sulle recenti iniziative e proposte di regolamentazione o riforma¹⁶⁸, per le ragioni chiarite sin dall’Introduzione, ciò che preme qui piuttosto considerare riguarda, innanzitutto, il vivace dibattito che sulle SPAC si è di recente prodotto in sede scientifica, ove, può subito anticiparsi, si è giunti sino a mettere in dubbio la stessa intrinseca razionalità economico-funzionale (e, a seguire, giuridico-normativa) del processo d’investimento cui tale innovativa struttura intenderebbe dar corpo.

In particolare, alcune significative ricerche¹⁶⁹ hanno sostenuto che, a dispetto della sua comune raffigurazione alla stregua di più efficiente ed economica alternativa all’ordinario processo di quotazione, la SPAC:

¹⁶⁶ Il processo, infatti, ha interessato anche i principali mercati asiatici, su cui cfr. U. VARTIL, *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): A Discordant Tale of Two Asian Financial Centres* (May 29, 2022), ECGI-Law Working Paper No. 648/2022, reperibile in <https://www.ssrn.com>, ove una comparazione dei differenti approcci seguiti nelle concorrenti piazze finanziarie di Singapore e Hong Kong.

¹⁶⁷ V., alla luce delle negative evidenze riferibili alla recente esperienza statunitense, le penetranti critiche alle iniziative spagnola e britannica rispettivamente svolte da I. FERNÁNDEZ TORRES, *SPAC: una propuesta de reforma precipitada e insuficiente* (24 Mayo 2021), reperibile in <https://cincodias.elpais.com>; e da B.V. REDDY, *Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street*, in *JCLS*, 2022, 34 ss.

¹⁶⁸ Ne offiremo un quadro più dettagliato nel par. 6, anche perché molte di queste iniziative sono appunto da leggersi alla luce del recente dibattito statunitense, dal quale, anzi, spesso sono state direttamente o indirettamente condizionate.

¹⁶⁹ Si tratta, principalmente, del già ricordato lavoro di M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), i quali sono pervenuti alle conclusioni di seguito rassegnate dopo aver analizzato dapprima tutte le 47 SPAC giunte alla *business combination* tra il gennaio 2019 e il giugno 2020, prima, dunque, che sui mercati USA si gonfiasse la “bolla”, e poi quelle che hanno invece completato il proprio ciclo di vita successivamente, sino al novembre 2021, quando la “febbre” per le SPAC stava raggiungendo il suo picco massimo.

i) riposerebbe su di una struttura transazionale di per sé fonte di costi subdoli, opachi e comunque decisamente più alti di quanto normalmente si ritenga¹⁷⁰;

ii) rappresenterebbe un sentiero a dir poco tortuoso per l'accesso delle imprese al mercato di borsa, di fatto riuscendo ad apportare alla *business combination* molta meno liquidità netta di quanta il veicolo originariamente ne raccolga al momento della propria quotazione¹⁷¹;

iii) finirebbe, nel complesso, per far gravare la gran parte dei costi in essa incorporati sugli azionisti, e specificamente sugli investitori *retail* che, non rendendosi adeguatamente conto delle complesse modalità tramite cui viene compendosi il procedimento d'investimento cui hanno aderito, al momento dell'operazione acquisitiva non abbiano provveduto a liquidare le proprie partecipazioni¹⁷², diversamente da quanto comunemente fanno – via rimborso o via mercato, a seconda della convenienza – gli investitori istituzionali (in massima parte *hedge funds*¹⁷³) che dominano la scena nella fase di IPO del veicolo e sino all'operazione di “*de-SPAC*”, cui, per vero, non hanno per lo più interesse a partecipare¹⁷⁴.

Se questi ultimi riescono a spuntare rendimenti nient'affatto banali a fronte di un investimento che, sdoppiandosi tra un'azione quotata redimibile e l'opzionalità insita nei contestualmente offerti e separatamente negoziabili

¹⁷⁰ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 232 ss., 246 ss., 268 ss.

¹⁷¹ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 232 ss., 241 ss., 260 ss.

¹⁷² M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 254 ss., 263.

¹⁷³ È stato constatato come, negli ultimi anni, il crescente “*appetite for SPACs*” sia stato per larga parte alimentato dall'attività arbitraggista di cospicui gruppi di fondi, già ribattezzati come “*The SPAC Mafia*”, i quali, per ragioni insite nello stesso mal strutturato processo d'investimento, troverebbero molto conveniente investire nella fase di IPO per poi uscire prima della finalizzazione della *business combination*, lasciando il cerino di investimenti finali di qualità mediamente scarsa in mano ai subentranti, e poco o nulla consapevoli, investitori *retail*. Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 241 ss., 284; M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 22 s.

¹⁷⁴ V. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 232, 241 ss., ove si mostra che i valori medio e mediano di riscatto delle azioni nella coorte di SPAC presa in considerazione si attestano, rispettivamente, al 58 e 73% (un quarto del campione ha sperimentato riscatti *pre-fusione* per oltre il 95%). Gli aa. procedono anche a calcolare il “*total pre-merger divestment*”, includendovi, oltre alle richieste di rimborso, anche le vendite dei titoli avvenute sul mercato secondario. A tal fine, osservando le variazioni nelle posizioni dei fondi che detenevano le azioni immediatamente prima dell'annuncio dell'operazione rilevante, lo studio trova che i valori medio e mediano di disinvestimento complessivo si collocano, rispettivamente, al 92 e 98%.

warrant di sottoscrizione, da un lato consente di recuperare il conferimento iniziale e conseguire la corrispondente parte di interessi accumulati sul conto vincolato, quando non un vero profitto per il caso in cui sul mercato, a seguito all'annuncio dell'operazione rilevante, stia correndo un prezzo dell'azione superiore al *floor* rappresentato dal valore di rimborso, e dall'altro li intitola ad appropriarsi o, se del caso, a monetizzare anticipatamente, la corrispondente parte di *upside* relativa ad una prospettica *business combination* ai cui costi e rischi invero non partecipano¹⁷⁵; i primi, per contro, subirebbero forti perdite a causa non solo di *performance* tutt'altro che entusiasmanti del titolo *post-fusione*¹⁷⁶, ma anche, ed innanzitutto, del non certo ammirevole funzionamento d'una struttura, che, anziché raccogliere e custodire per finalisticamente destinare, sembrerebbe piuttosto drenare liquidità a principale beneficio di soggetti portatori di incentivi divergenti rispetto a quanti sono invece effettivamente interessati a rendersi partecipi della dichiarata – ed asseritamente caratterizzante – teleo-proiezione funzionale del veicolo societario partecipato¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 232, 248, ove si riferisce che tali categorie d'investitori riescono, in media, a conseguire un rendimento annualizzato dell'11,6% a fronte di un investimento che, nel concorso del diritto di *redemption* delle azioni e della separabile sorte dei *warrant*, è appunto sostanzialmente privo di rischio. Ancor più alto (15,9%) il valore a tal riguardo trovato da M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 22.

¹⁷⁶ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 233 («Overall, mean and median market-adjusted returns to nonredeeming SPAC shareholders as of November 1, 2021, are negative 64% and negative 88%, respectively»; e v. *ivi*, 254 ss., per un'analisi di maggior dettaglio). Farebbe eccezione il sotto-insieme delle SPAC definibili come di "più alta qualità", ossia quelle nate dall'iniziativa di gestori di fondi di *private equity* con elevati volumi di raccolta pregressa, ovvero di dirigenti delle società incluse nell'indice *Fortune 500*. Per questi veicoli, infatti, gli aa. trovano sia una minore incidenza dei costi della struttura, sia migliori rendimenti *post-fusione*, i quali vieppiù migliorano laddove i gestori della SPAC rimangono attivamente coinvolti nella gestione della società risultante (*ivi*, 252 ss., 256). Un'evidenza, quest'ultima, già portata a galla da L. DIMITROVA, (nt. 20), 110; e ora confermata anche da B.V. REDDY, (nt. 167), 30 s. V'è comunque da aggiungere che, secondo le medesime misurazioni, le migliori *performance* riferibili al sotto-insieme delle "high-quality SPAC" sarebbero in decisiva parte da ricondursi alla presenza di alcuni "extreme winner", mentre «[t]he median is still terrible» [questa la cruda sintesi di CHRISTIE, (nt. 39)]. I risultati in assoluto peggiori, infine, riguarderebbero il sottoinsieme delle SPAC "celebrity-backed", su cui v. J.C. COATES, (nt. 10), 4, testo e nt. 14.

¹⁷⁷ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 240 s., 245 s. Nello stesso senso, M. LEVINE, (nt. 60), osservando che «[r]eal-money investors who buy SPACs as a way to invest in an IPO-to-be-named-later are subsidizing hedge funds who buy SPACs for free money».

Infatti, se dei più sofisticati investitori che, con notevole convenienza, riescono a disimpegnarsi in un momento compreso tra la fase di IPO e quella di “*de-SPAC*” s’è detto appena sopra, occorre ora aggiungere che, comparando i profitti conseguiti dagli *sponsor*-gestori ai rendimenti *post*-acquisizione goduti dagli azionisti con prospettiva “*buy-and-hold*”, risulterebbe che i primi, agendo sotto la spinta di una mal congegnata struttura incentivante, riuscirebbero, da canto loro, ad assicurarsi guadagni enormi anche quando, in media, gli investitori perdono¹⁷⁸. Si constata, infatti, che, sebbene la spinta a portare a termine un’acquisizione “*no-matter-what*”, possa essere mitigata, come non di rado in effetti avviene, dall’acquisto da parte degli stessi *sponsor* di azioni e *warrant* in fase *post*-IPO a prezzo di mercato, con ciò creandosi un leggero incentivo affinché venga perseguita una *business combination* capace di generare un qualche rendimento, tali contributi sono di gran lunga superati dal potenziale valore *post*-acquisizione del relativo *promote*, e il fatto che i *warrant* siano (tutti) esercitabili solo dopo l’acquisizione non farebbe altro che porre in cima alle priorità dei gestori il semplice obiettivo di una fusione “costi quel che costi” (... per gli azionisti). Insomma, un meccanismo di appropriazione della ricchezza, quello insito nel loro *promote*, sì tanto asimmetrico da vanificare ogni possibile efficacia disciplinante della (a questo punto invero poca) “*skin-in-the-game*” degli stessi *sponsor*-gestori¹⁷⁹.

Non meno significativo il risultato osservabile sul primo versante, ossia quello dei costi che nel complesso gravano sulla struttura e sul processo d’investimento *in sé*, ove si è trovato che, in media, più della metà del valore inizialmente raccolto dalla SPAC viene diluito in conseguenza delle distribuzioni in favore delle due classi di soggetti appena sopra menzionate e degli intermediari dei cui servizi essa s’avvale¹⁸⁰. Più precisamente, le principali fonti di questa diluizione sarebbero da identificarsi:

¹⁷⁸ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 263 s.

¹⁷⁹ Cfr. B.V. REDDY, (nt. 167), 20. L’A. cita alcuni studi ove si è dimostrato che, pur tenendo conto degli esborsi a valori di mercato sostenuti dagli *sponsor* in fase *post*-IPO, in media questi riescono a ricavare dal *promote* guadagni notevolissimi sol che il prezzo dell’azione *post-merger* si mantenga al di sopra di un dollaro al momento dello scadere del vincolo di *lock-up* sulle relative azioni (*ivi*, nt. 147).

¹⁸⁰ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 233, 246 ss., 250 s. Più in dettaglio, nell’ambito del campione da essi osservato, gli aa. trovano che «mean and median SPACs [...] have just \$4.10 and \$5.70 respectively, in net cash per share outstanding at the time of their merger [...], which means a total of \$4.30 per share has been extracted by the sponsor, the IPO investors, the underwriter, and various advisors».

i. nello *sponsor promote*, che, convertendosi in una partecipazione al capitale dell'entità *post*-acquisizione, appunto diluirà le posizioni degli altri azionisti¹⁸¹;

ii. nei *market* e negli *sponsor warrant*, anch'essi esercitabili a partire dal momento della *business combination* e il cui effetto diluitivo sarà specificamente assorbito da quegli azionisti che di tale specie di titoli siano invece sprovvisti¹⁸²;

iii. nelle commissioni delle banche sottoscrittrici, anch'esse condizionate al compimento dell'operazione rilevante, a quel momento differite, e perciò economicamente sopportate solo da chi rimarrà socio della società risultante dalla combinazione aziendale¹⁸³;

iv. nell'impatto dei PIPE *investment*, i quali, se da un lato contribuiscono a rimpinguare le casse della SPAC, dall'altro, tuttavia, vengono solitamente offerti a condizioni di deciso favore rispetto a quelle degli investitori *pre-acquisition*¹⁸⁴.

Nel complesso, il peso delle menzionate fonti di diluizione verrebbe per giunta notevolmente amplificato dalla assai larga porzione di azioni ordinarie che, nella comune dinamica del ciclo di vita di una SPAC, vengono rese oggetto di rimborso prima che all'operazione aggregativa s'addivenga; ciò che, di fatto, finirebbe per fungere da moltiplicatore implicito dell'incidenza di

¹⁸¹ Sul punto, cfr., da noi, anche G. GIGANTE, (nt. 126), 63.

¹⁸² E cioè, come osserva B.V. REDDY, (nt. 167), 21, principalmente dagli investitori *retail* che, tipicamente esclusi dalla IPO della SPAC, di questa avranno acquistato le sole azioni sul mercato secondario ad un prezzo che, in fase *pre-acquisition*, non avrà ancora messo in conto l'impatto di quella diluizione. Lo stesso A., tuttavia, osserva come tale effetto sia in parte attualmente mitigato da una prassi di mercato che vede i *warrant* delle SPAC venir emessi con un prezzo d'esercizio fissato a leggero premio rispetto al prezzo delle *unit* oggetto della IPO, così che, quindi, l'esercizio di tali buoni di sottoscrizione in concreto avverrà solo laddove il prezzo *post-acquisition* dell'azione di compendio restituisca un incremento adeguato.

¹⁸³ V. *supra*, par. 3.5, nt. 142.

¹⁸⁴ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 238 s. Infatti, come pure nota B.V. REDDY, (nt. 167), 21, nnt. 153 e 156, 31 s., questi soggetti investiranno condizionatamente al completamento di un'acquisizione oramai annunciata, potendo quindi negoziare su di una base che adeguatamente rifletta la diluizione ad essa associabile; in alternativa, tali investitori verosimilmente domanderanno un qualche adeguato incentivo di tipo monetario. Infine, viene pure notata la recente tendenza degli investitori della specie a sottoscrivere strumenti obbligazionari convertibili in azioni, così da ottenere «the best of both worlds, with downside protection combined with potential upside gain». Cfr., su tale ultimo aspetto, anche M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 38.

quei costi su chi l'investimento intenda invece mantenere¹⁸⁵, essendosi pure trovata una correlazione diretta tra la quantità di liquidità fuoriuscita dalla SPAC e i cattivi rendimenti osservabili *post-acquisizione*¹⁸⁶.

Quanto a quest'ultima operazione, poi, si mostra che le imprese *target* tendono a negoziare i termini della *business combination* sulla base della liquidità netta che riceveranno in cambio delle proprie azioni, sì che, in definitiva, il complesso dei costi suddetti sarebbe per l'appunto messo principalmente in conto agli azionisti della SPAC che non si siano determinati ad esercitare la concessa facoltà di *exit*¹⁸⁷. Il che spiegherebbe anche la crescente attrattività delle stesse SPAC per le imprese alla ricerca di una praticabile via per l'accesso al mercato dei capitali, mentre, per molteplici ragioni, la reale incidenza dei vantaggi che da questo punto di vista vengono comunemente menzionati (essenzialmente, la capacità della SPAC di ridurre costi e incertezze del processo di quotazione), risulterebbe, di converso, decisamente sovrastimata¹⁸⁸.

In definitiva, si avrebbe così sostanziale conferma di quanto già emerso in occasione di studi relativi alle SPAC di più risalente generazione, e cioè che esse, quali che siano il più o meno lungo orizzonte temporale *post-acquisition* cui si guarda e il *benchmark* preso a riferimento, non creano valore per gli investitori, bensì, mediamente, dissipano a beneficio delle altre categorie di *stakeholder* gran parte della ricchezza che tra i primi raccolgono, evidenziandosi, poi, rendimenti ancora peggiori con riguardo a quelle *business combination* compiute a ridosso del termine di scadenza della entità veicolo¹⁸⁹.

¹⁸⁵ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 233, testo e nt. 9, 246; B.V. REDDY, (nt. 167), 21.

¹⁸⁶ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 261.

¹⁸⁷ Sul punto, cfr. anche M. LEVINE (nt. 60); B.V. REDDY, (nt. 167), 21, testo e nt. 154.

¹⁸⁸ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 262 ss.; M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 12 ss.; J.C. COATES, (nt. 10), 8 e *passim*.

¹⁸⁹ V., nel corso del tempo, V.M. JOG, C. SUN, *Blank Check IPOs: A Home Run for Management* (October 3, 2007), reperibile in <https://www.ssrn.com>; cfr. T. JENKINSON, M. SOUSA, *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*, in 21 *J. Applied Finance*, 2011, 38 ss.; J.K. KOLB, T. TYKVOVÁ, *Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes*, in 40 *J. Corp. Finance*, 2016, 80 ss.; L. DIMITROVA, (nt. 20), 107 ss.; LEWELLEN, (nt. 82), 17. Per altri riff. ancora, v. P. MAUPAS, L. PAUGAM, (nt. 43), 12 ss.; da ultimi, M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 25; A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 28 ss. Un'ultima notazione sul punto. Rispetto alla tripartizione tracciata *supra*, nel par. 3.1, con riguardo al ciclo d'investimento complessivamente riferibile all'azionista della SPAC con prospettiva "*buy-and-hold*", B.V. REDDY, (nt. 167), 30, nota come potrebbe in verità individuarsi anche un ulteriore "periodo", che per comodità potremmo

5.2. Esigenza di una riconsiderazione della funzione socioeconomica della SPAC?

Per le voci più critiche, le evidenze sopra riferite e, quindi, la social-tipica caratterizzazione delle dinamiche concretamente osservabili all'interno del ciclo di vita di una SPAC, pure fonderebbero, quale rilevante conclusione intermedia, la necessità di una riconsiderazione epistemologica, ed in senso decisamente riduzionistico, della stessa caratterizzazione funzionale di queste società, con inevitabili ricadute, in ultima istanza, sulla narrativa che, in modo assai convinto negli ultimi anni, ne ha supportato lo sviluppo sui mercati finanziari.

Essendosi infatti constatato come la relativa struttura operi – *de facto* – a prevalente servizio delle speculazioni di coloro che decidano di disinvestire in un momento compreso tra IPO e *business combination*, così creando una netta biforcazione tra il destino di chi “esce” e quello di chi “resta”, e dopo essersi parimenti osservato come la stragrande maggioranza degli azionisti che investono nella iniziale fase di quotazione del veicolo (ovvero che acquistano i relativi titoli sul mercato secondario per poi comunque liquidare l'investimento *prima* della *business combination*) invero non partecipino in alcun modo della funzione per cui le SPAC sono asseritamente costituite e organizzate (= condurre in borsa un'impresa privata¹⁹⁰), se ne deduce che, mentre costoro non si raffigurano affatto di prender parte ad un'operazione di *private equity* alternativamente configurata, da canto loro, gli acquirenti delle azioni che gli stessi investitori *pre-merger* tipicamente cedono *dopo* l'annuncio dell'operazione rilevante, starebbero a questo punto sostanzialmente investendo nella società bersaglio, proprio come qualunque investitore potrebbe investire in qualsiasi altra impresa quotata¹⁹¹. Dunque, lungo ta-

definire “*Post Acquisition*” (“PA”), come tale unicamente riguardante gli investitori che abbiano acquistato sul mercato le azioni della società quotata risultante dalla fusione con la SPAC, e, quindi, ad un prezzo che, verosimilmente, già si sarà aggiustato a seguito delle diluizioni sofferte dagli investitori nella fase “AC”. Ebbene, sulla scorta di alcuni dati raccolti in taluni altri studi ivi cit., questo a. osserva che «[a]lthough such investors will not suffer the dilution of pre-acquisition long-term shareholders [...], the picture is still bleak – average buy-and-hold returns and operating performance for (now operating company) de-SPACs trail the market».

¹⁹⁰ Sul punto cfr. anche U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 30, 38 ss.; B.V. REDDY, (nt. 167), 23 («The statistics expose the true nature of US SPACs – the majority of IPO investors exit pre-acquisition»).

¹⁹¹ Sul punto, appare doveroso precisare che nella versione definitiva dello studio di M. KLAUSNER e colleghi, mentre le conclusioni che riferiamo subito *infra*, nel testo e nelle ntt. ss.,

le «circuitous path to the public markets», l'elemento del *private equity* tenderebbe fortemente a dissolversi, almeno nella sua asserita connessione col mercato dei capitali¹⁹², posto che la funzione *immediatamente* evidenziata dalla SPAC *qua talis* sarebbe piuttosto quella di offrire una ghiotta occasione di profitto per gli investitori che, con prospettiva squisitamente speculativa, decidano – come suol dirsi – “*to take the deal*”. Donde la caustica conclusione per cui, «notwithstanding the “A” in their name, SPACs do not *acquire companies*»¹⁹³.

Cosicché, in definitiva, la “clausola teleologica” esprime – come qualcuno l’ha definita – la «sintesi del comando genetico che il patto fondativo progetta e si assegna»¹⁹⁴, e che caratterizzerebbe lo statuto della SPAC, qualificandola sia come prodotto di finanza “alternativa”, sia quale peculiare struttura di *governance* societaria, risulterebbe notevolmente scolorita, se non proprio di fatto cancellata, atteso che il nesso funzionale tra raccolta del capitale in borsa e sua destinazione al mercato delle acquisizioni verrebbe a spezzarsi sotto i colpi ad esso inferti dagli inevitabili riflessi operazionali di una oltre-

si trovano mantenute senza grosse modifiche, quelle appena riportate appaiono – quantomeno nella forma esteriore – invece in certa misura stemperate rispetto alla più diretta e schietta formulazione con cui erano state espresse nella versione preliminare apparsa in <https://www.ssrn.com> nell’autunno 2020, e poi nel relativo aggiornamento pubblicato come ECGI – Finance Working Paper No. 746/2021 (cfr., in quest’ultima versione, 18, testo e nt. 30, over pure si aggiungeva: «It is true that shareholders that sell rather than redeem may sell when a SPACs shares are trading at a premium above the redemption price due to the market’s positive outlook on the proposed merger. But this is still not analogous to private equity because the shareholders do not remain invested while the sponsor works with the target to develop its business»).

¹⁹² Dovendosi, sotto questo profilo, tener conto che, come visto, il processo di “*de-SPAC*” ha tipicamente l’esito per cui meno della metà del capitale della società *target* finisce in mano degli azionisti del veicolo originariamente quotato per la sua acquisizione, e, inoltre, che la stessa finalizzazione dell’operazione d’investimento (cui la costituzione e poi l’IPO della SPAC dovrebbero esser in concreto strumentali, mercé la professionale attività di ricerca del bersaglio ad opera dei gestori) pare, nel suo empirico divenire, profondamente condizionata dall’incidenza delle opzioni di *exit* offerte ai soci-investitori della IPO-*stage*. Sul punto, cfr. anche M. LEVINE, (nt. 60), che così si esprime: «[T]he common perception of a SPAC [as a vehicle] that raises money now, in a SPAC IPO, and uses it later, in a SPAC merger, to take a company public [is] mostly a misconception: a SPAC raises money in the SPAC IPO, gives most of it back at the time of the SPAC merger, and then raises new money [in the form of PIPEs] at the time of the merger to actually fund the newly public company».

¹⁹³ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 245 s.

¹⁹⁴ G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 310.

modo parcellizzata composizione degli interessi soggettivi coinvolti nell'iniziativa, mostrando che "SPAC" e "de-SPAC" rappresentano, in realtà, due processi funzionalmente autonomi ed essenzialmente indipendenti l'uno dall'altro¹⁹⁵. E, per ultimo, destinata a cadere sarebbe anche la raffigurazione della SPAC quale di strumento di "democratizzazione" del mercato delle IPO, alla luce delle medesime evidenze essendosi pure concluso che «[t]he SPAC itself is little more than a financial instrument for institutional investors, with a separate financing which has a very little connection to the original SPAC IPO occurring later down the line»¹⁹⁶.

5.3. Implicazioni d'ordine pubblico economico.

Nelle ricostruzioni che questa letteratura critica propone, in una conta finale di vincitori e vinti, l'unico soggetto costantemente esposto al rischio di rimanere vittima dei cattivi affari che la SPAC parrebbe incline a propiziare, sarebbe, in effetti, proprio l'investitore *retail*¹⁹⁷, e, più precisamente ancora, quello che, normalmente escluso dalla possibilità di prender parte alla IPO del veicolo, ne abbia acquistato le (sole) azioni sul mercato secondario (verosimilmente dopo l'annuncio della possibile *business combination*). Questi, sprovvisto (ancor prima che dei *warrant*) della sofisticazione necessaria a comprendere (e tanto meno ipoteticamente capace di praticare) i convenienti arbitraggi che la struttura della SPAC offre ai più sofisticati investitori istituzionali con prospettiva a breve termine, nonché i significativi costi che essa mette in conto a chi non receda al momento dell'operazione rilevante, così come pure la notevole pressione che, con l'approssimarsi del termine di scadenza, gli *sponsor*-gestori soffrono affinché al perfezionamento di tale operazione si addivenga, finirebbe per trovarsi esposto al rischio di pregiudicare il maggior valore che l'esercizio del potere di *redemption* sarebbe, in molti casi, invece in grado di restituirgli¹⁹⁸.

¹⁹⁵ M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 241.

¹⁹⁶ B.V. REDDY, (nt. 167), 24.

¹⁹⁷ A tal riguardo, cfr. anche R. GREENSPAN, (nt. 2), 34 s.; A.M. ROSE, (nt. 148), 9 ss.

¹⁹⁸ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 45; nonché B.V. REDDY, (nt. 167), 32, il quale per giunta nota che «if the share price has increased post-IPO [...], acquirors of shares in the post-IPO secondary market may even make a loss upon redemption if share price has, in the interim, fallen again. It is more likely, therefore, that retail shareholders are investing on a longer-term basis gambling that the SPAC will acquire a high-growth, high-return company.

Naturalmente, tutto quanto sinora riferito non implica che i gestori delle SPAC risulteranno, sempre e comunque, deliberatamente inclini a condurre gli investitori in affari di cattiva qualità. Tuttavia, nella visione degli studiosi più critici, i dati confermerebbero – *ex post* – che il *business model* della SPAC supporta pienamente la congettura di una sua insostenibilità di lungo periodo, condizionato come esso è – *ex ante* – da difetti strutturali capaci di compromettere la funzionalità della sua stessa auto-dichiarata aspirazione teleologica. In particolare, il meccanismo di remunerazione riservato agli *sponsor*-gestori risulterebbe fonte di due potenti incentivi disfunzionali. Innanzitutto, quello alla stessa creazione del veicolo indipendentemente da realistiche valutazioni circa la prospettiva di poter concludere un affare vincente per gli investitori, atteso che anche fusioni largamente distruttive di valore sarebbero in grado di far conseguire enormi profitti netti ai promotori¹⁹⁹. In secondo luogo, e proprio in conseguenza di ciò, la spinta (e cioè, appunto, la *possibile e verosimile* pressione) affinché s’addivenga al perfezionamento dell’operazione rilevante “costi quel che costi”. Certamente, quanto più gli azionisti, in ipotesi, guadagnassero dalla *business combination*, tanto più ricchi ne uscirebbero gli stessi gestori. Gli interessi degli *sponsor*-gestori e degli azionisti delle SPAC, infatti, non sono disallineati rispetto alla scelta tra una “buona” fusione e una fusione ancora “migliore”. Essi sono disallineati per quanto invece riguarda la basilare decisione *se* effettuare una fusione che distrugge ricchezza, distribuendo in maniera profondamente asimmetrica quella residua, ovvero liquidare la SPAC²⁰⁰, cioè

However, with severe post-acquisition dilution, the acquisition must be incredibly successful for such investors to even break-even. The empirical evidence does not reflect reams of perspicacious sponsors unearthing such target».

¹⁹⁹ Molto crudamente, potrebbe dirsi che gli investitori *retail* rappresentino la “benzina” di cui gli *sponsor*-gestori delle SPAC hanno bisogno per alimentare una macchina che, per giungere a consegnare loro tali profitti, deve, da un lato, risultare prodotto assai appetibile per gli investitori istituzionali con orientamento speculativo a breve, così che questi, sin dalla fase di IPO e dietro lauta ricompensa, contribuiscano a creare la *imago* di un veicolo asseritamente specializzato nella ricerca di imprese ad alto valore potenziale, e, dall’altro, prestarsi poi ad offrire alle approcciate imprese *target* una conveniente (perché per lo più pagata da altri) alternativa al processo di quotazione tradizionale. Agli uni e alle altre, dunque, le SPAC porterebbero una perfetta vittima sacrificale: l’investitore *retail*, appunto. Cfr. ancora B.V. REDDY, (nt. 167), 33; nella letteratura economico-finanziaria, v., inoltre, S. BANERJEE, M. SZYDLOWSKI, *Harnessing the Overconfidence of the Crowd: A Theory of SPACs* (December 8, 2021), reperibile in <https://www.ssrn.com>.

²⁰⁰ Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, *SPAC Governance: In Need of Judicial Review* (March 31, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 5 s.; M. MYERS, *The Corporate Law Reckoning for SPACs* (May 3, 2022), *ivi*, 20 ss.

che in questo caso effettivamente corrisponderebbe al miglior interesse degli investitori²⁰¹.

Da qui, dunque, breve è risultato il passo per giungere a sostenere che vittima delle SPAC invero non sia solo, nell'immediato, il singolo investitore *retail* che dovesse incappare in una sventura finanziaria della specie, ma, nel più lungo termine, il mercato nel suo complesso. Infatti, secondo le medesime letture critiche, per nulla trascurabili risulterebbero le conseguenze che la diffusione delle SPAC potrebbe determinare in termini di costi sociali complessivi e, in definitiva, di benessere economico generale. In astratto, si potrebbe in effetti ipotizzare che i costi che la SPAC impone agli investitori e, di converso, i profitti che essa distribuisce ai vari soggetti diversamente coinvolti nella fase *pre-merger* e agli *sponsor* dell'iniziativa, si giustifichino alla luce del *surplus* sociale finalmente creato per essersi condotta una nuova società in borsa. Forti dubbi, tuttavia, sussisterebbero circa la possibilità di sostenere tale conclusione, principalmente a cagione della circostanza che, per quanto visto, la gran parte dei costi dell'approdo dell'impresa *target* sul mercato dei capitali vengono per lo più sostenuti dagli azionisti della SPAC che all'operazione partecipino, il che, insieme ai forti incentivi degli *sponsor*-gestori ad arrivare ad una *business combination* quale che sia, se del caso strapagando la stessa impresa da acquisire, non permetterebbe di avere certezze sulla bontà di tale processo di selezione²⁰². Rispetto all'operato di mandatari tanto fortemente controinteressati, quali per l'appunto risultano essere gli *sponsor*-gestori, mancherebbe, infatti, un'affidabile funzione di *gatekeeping* capace di schermare gli investitori e il mercato dai «detrimental effects of SPAC structure on sponsors to pursue a bad acquisition instead of no acquisition»²⁰³.

Trattasi di un aspetto la cui perniciosità è stata in più occasioni evidenziata dagli analisti nel mentre che la bolla SPAC si gonfiava²⁰⁴, e sul quale, da ul-

²⁰¹ Ma forse sarebbe meglio dire, di una parte degli investitori (v. *infra*, nel testo).

²⁰² Così M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 265 ss., i quali, pertanto, osservano come sia ben possibile che molte delle imprese che le SPAC conducono sul mercato dei capitali avrebbero potuto piuttosto generare maggior valore complessivo rimanendo private. Attorno a ciò, cfr. anche M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 28; B.V. REDDY, (nt. 167), 36 s.; S. LOMBARDO, (nt. 61), 42.

²⁰³ L. DIMITROVA, (nt. 20), 100.

²⁰⁴ Cfr., p. es., H. PELBERG, (nt. 34), 11, riportando talune opinioni secondo cui «SPACs are betting on companies that not long ago were struggling to raise money from risk-loving private investors. It's become a seller's market; some businesses are going from one SPAC to another, shopping for better terms. Bankers have a term for the play: a SPAC-off».

timo, si è concentrato un altro significativo contributo di ricerca giuridica, mostrando come, nel suo assetto attuale, la SPAC (*rectius*, il modello della SPAC statunitense²⁰⁵) risulti da questo punto di vista assai poco affidabile non solo perché congegnata per *by-passare* i principali presidi selettivi – di fonte reputazionale, economica e normativa – tipicamente in atto nella disciplina delle IPO tradizionali, ma anche per il fatto di aver gli stessi arrangiamenti di *governance*, da essa originariamente congegnati al fine di proporsi quale credibile modello alternativo, intrapreso una traiettoria evolutiva che del modello stesso ha piuttosto finito per esacerbare le potenziali esternalità negative, rendendo, in buona sostanza, tutti i principali protagonisti della vicenda partecipi dell'incentivo, già proprio degli *sponsor*, affinché la società “navicella” torni in porto con “una-qualche” (*rectius*, “una-qualsiasi”) *business combination*. E, lungo questo crinale, si sarebbe alla fine giunti a sugellare un processo di de-responsabilizzazione dell'unico *stakeholder* che, in teoria, dovrebbe invece rimanere interessato a che ad andare avanti siano solamente acquisizioni adeguatamente creative di valore: e cioè l'azionista, di cui le SPAC di ultima generazione hanno per contro dissociato “proprietà” e “interesse”, legittimando, in quella che si presenta come una chiara fattispecie di “*empty voting*”²⁰⁶, la soluzione per cui anche il socio che voti a favore della *business combination* rimarrà comunque intitolato a domandare la conversione delle proprie azioni nella corrispondente quota parte di liquidità *medio tempore* accumulata nel *trust fund*²⁰⁷.

²⁰⁵ È interessante notare come, prima della riforma adottata dalla FCA nell'estate del 2021 (v. nt. 163), assai diverso si presentasse il modello di SPAC dominante nel Regno Unito, ove, p. es., i proventi della IPO non venivano segregati in *escrow*; lo *sponsor* concorreva *pari passu* con gli investitori per il caso di liquidazione (decisione su cui egli era peraltro intitolato a votare); l'emissione di *warrant* era prassi assai poco comune; il *trading* dei titoli rimaneva inibito sino al completamento della fase di “*de-SPAC*”. Cfr. B.V. REDDY, (nt. 167), 12 ss., il quale, tra le altre cose, segnala come, sino a poco tempo fa, gli *sponsor* delle SPAC britanniche abbiano perciò trovato sovente necessario proporre al mercato condizioni assai meno asimmetricamente lucrative.

²⁰⁶ Così U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 4 e *passim*, anche sulla scorta del noto lavoro di H.T. HU, B.S. BLACK, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, in 79 *Southern California L. Rev.*, 2006, 811 ss. Con specifico riguardo alle SPAC, v. inoltre M. GANOR, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, in 23 *U. Pennsylvania J. Bus. L.*, 2021, 390 ss., spec. 411 ss.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, (nt. 200), 8.

²⁰⁷ Le tappe di questo percorso, e le ragioni per cui si è giunti a questo risultato, sono dettagliatamente analizzate da U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 22 ss. Tra le varie altre cose, occorre segnalare come, nel tempo, la tendenza sia stata pure nel senso dell'ab-

Cosicché, se la credibilità della funzione economica di “*non-bank certification*” degli *sponsor* parrebbe messa a rischio da cospicui incentivi di tipo monetario in grado di aver la meglio su di un contro-incentivo, quello reputazionale, nella SPAC invero smaccatamente “*low-powered*”²⁰⁸, anche perché già indebolito dallo stesso fatto di essere quello quivi proposto un gioco di tipo “*one-shot*”²⁰⁹; se anche le banche d’investimento, le guardiane delle IPO “tradizionali”, sono, nelle SPAC, economicamente interessate a che il tutto vada avanti, per giunta sedendo al tavolo delle trattative con indosso, ad un tempo, cappelli diversi²¹⁰; se, ancora, a cagione delle particolari condizioni in base alle quali costoro entrano in gioco, pure si è giunti a dubitare dell’affidabilità della funzione di certificazione terza svolta dagli investitori PIPE²¹¹; e se, in-

bandono della c.d. “*conversion threshold*”, in forza della quale, nelle prime SPAC, richieste di rimborso tali da coinvolgere una certa prestabilita soglia di capitale sociale avrebbero comunque bloccato la *business combination*, ancor quando questa avesse ottenuto il supporto della maggioranza assembleare. In argomento, cfr. anche R. GREENSPAN, (nt. 2), 15 ss.; D.B. HAGHNEJAD, (nt. 42), 34 s.

²⁰⁸ Volendo qui riproporre la classificazione di cui in J. ARMOUR, H. HANSMANN, R.H. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R.H. KRAAKMAN et. al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, OUP, 2017, 35, nt. 32 e testo corrispondente.

²⁰⁹ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER (nt. 11), 904, osservando come, nella peculiare ibridazione tra contratto d’investimento e società anonima realizzato dalla SPAC, il ruolo della reputazione del gestore, *gap filler* di cruciale rilevanza nel modello di *business* di tipo “*repeat*” proprio del fondo di *private equity*, siasi, per la detta ragione, giocoforza indebolito, occorrendo, a tal fine, pure tener conto di come i gestori “seriali” di SPAC tendano in verità ad operare in un arco temporale assai ristretto, sì che dubbia risulterebbe la possibilità di sviluppare un rilevante “capitale reputazionale”.

²¹⁰ J. DINAPOLI, (nt. 45), riporta numerosi casi di *business combination* che, risoltesi in perdite ingenti per gli investitori, hanno invece garantito ottimi proventi alle banche d’investimento intervenute dapprima come *underwriter* nella IPO del veicolo, poi come intermediari nella raccolta dei necessari PIPE *investment*, infine come *advisor* nel contesto della fusione con la *target*.

²¹¹ Il fatto che a questi ultimi vengano offerte (e che, anzi, detti investitori si trovino comunemente nella posizione di negoziare) condizioni decisamente più vantaggiose (v. *supra*, nt. 184), conduce parte della letteratura più recente a dubitare della piena utilità della relativa “*stamp of approval*”. Cfr. A.M. ROSE, (nt. 148), 10 s.; A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 29 s.; S. BANERJEE, M. SZYDLOWSKI, (nt. 199), 28 ss. B.V. REDDY, (nt. 167), 32, aggiunge inoltre la considerazione per cui gli investitori istituzionali (PIPE e non-PIPE) potrebbero, come in effetti non di rado avviene, essere stati invero incentivati ad acquisire le azioni da parte di uno *sponsor* ormai “disperato”, il quale, pur di non perdere l’alto potenziale profitto associatovi, potrebbe risultar disposto ad assegnare loro una parte del proprio *promote*, rendendoli così partecipi, *pro rata* e alle sue stesse condizioni, della possibilità di realizzare un

fine, l'impresa *target* è, per definizione, la controparte nelle negoziazioni che gli *agent*-amministratori dovrebbero portare avanti per conto di una moltitudine di *principal* con interessi tra loro invero molto eterogenei, nonché sotto la pressione del decorrere del breve termine la cui scadenza segnerebbe la loro non remunerativa capitolazione²¹²; se tutto questo, dunque, già era vero in precedenza, la recente evoluzione delle regole in punto di formazione endosocietaria del consenso sull'operazione rilevante, attribuendo la facoltà di riscatto del capitale anche a chi abbia votato in favore dell'acquisizione, a ben vedere, fa ben più che diluire la funzione del voto quale possibile strumento di co-determinazione e, quindi, eventualmente, di autotutela del socio²¹³, posto che la dissociazione tra i poteri di voto e di disinvestimento finisce per interiorizzare – dandogli, cioè, titolo a condizionare i meccanismi procedurali cui, in teoria, sarebbe affidato l'opposto compito di produrre la sintesi dei rilevanti interessi – il conflitto derivante dall'estrema parcellizzazione delle posizioni soggettive riferibili alle molteplici categorie di strumenti finanziari emessi dalla SPAC²¹⁴. In questo modo, il potere nascente dalla “proprietà” delle azioni viene infatti sganciato dal sottostante “interesse” economico, così recidendosi una corrispondenza che dovrebbe invece servire a garantire un esercizio del potere funzionale all'obiettivo di massimizzazione del valore complessivo dell'impresa²¹⁵.

guadagno ancor quando l'acquisizione non dovesse risultare un investimento pienamente oculato per gli altri investitori coinvolti.

²¹² Quanto alla posizione della *target* e dei suoi azionisti, cfr. ancora B.V. REDDY, (nt. 167), 21, 31, testo e ntt. 154 e 218. In realtà, vi sarebbe da menzionare anche un ultimo *gatekeeper*, e cioè gli amministratori indipendenti della SPAC, di cui i regolamenti borsistici statunitensi in effetti talvolta richiedono la presenza affinché si esprimano sulla *business combination*. Tuttavia, la letteratura ha evidenziato come, nelle recenti vicende litigiose (v. *supra*, nt. 21), i giudici abbiano rinvenuto elementi capaci di rendere meramente nominalistica la posizione di indipendenza di tali consiglieri rispetto alla società *sponsor*. Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 20; nonché, per qualche altra notazione, M. MYERS, (nt. 200), 15 s., 35 s., il quale evidenzia come le regole di borsa si accontentino di una nozione di “indipendenza” in verità incapace di superare il vaglio delle più rigorose inquisizioni da condursi in forza del diritto societario generale.

²¹³ Cfr., diffusamente, M. MYERS, (nt. 200), 16 ss., 41 ss.

²¹⁴ Per dirla con M. GANOR, (nt. 206), 411, 415, una volta che lo statuto della SPAC «extends the redemption rights to all the common shareholders regardless of their vote», ne consegue una particolare, perniciosa, forma di separazione tra “proprietà” e “controllo” tale per cui «the vote [...] on the De-SPAC transaction does [not] necessarily reflect the best interest of the shareholders as a whole».

²¹⁵ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 29 s.; MYERS, (nt. 200), 25 s., evidenziando come, da questo punto di vista, la complessa struttura finanziaria della SPAC dia vita ad

Rispetto alla considerata struttura finanziaria della SPAC e alla parimenti descritta dinamica del relativo ciclo di vita, in particolare, emerge come una tale conformazione dei “poteri proprietari” serva in effetti a beneficiare non certo il *residual claimant*, che la teoria economica tradizionale per l’appunto assume essere il soggetto maggiormente incentivato a perseguire il detto obiettivo di massimizzazione del complessivo *firm value*, bensì, all’opposto, tutta la pletera di soggetti dotati di opzioni di pagamento riposanti su di una qui mancante – o meglio: facilmente revocabile – “*skin-in-the-game*”, perché invero condizionate al mero completamento (non al risultato economico) di una *business combination* che costoro, pertanto, avranno tutto l’interesse a sostenere in assemblea²¹⁶. Con la possibilità, allora, che i formali poteri dello *shareholder* (nella cui prospettiva l’affare proposto non è invero da condividersi) vengano strumentalizzati a sostegno della diversa logica economica del mero *option-holder* (che dall’approvazione della *business combination* ha invece solo da guadagnare)²¹⁷.

un vero e proprio *puzzle* difficile da ricomporre secondo le tradizionali assunzioni del diritto societario.

²¹⁶ E questo proprio perché la combinazione tra una *redemption option* non più vincolata dal contenuto del voto sulla *business combination* e la *call option* invece riferibile ai separatamente negoziabili *market warrant* permetterà loro di non condividere (ed anzi propriamente di isolare il proprio conferimento da) il rischio di perdita, continuando invece a godere della facoltà di conseguire la corrispondente parte di profitti sotto forma di vendita e/o di successivo esercizio degli stessi *warrant*, i quali conserveranno – e potranno anzi incrementare il relativo valore di scambio – proprio in quanto l’operazione rilevante non sia rifiutata dall’assemblea. Peraltro, come a suo tempo visto, il *redemption value* opera quale meccanismo di *floor* nella tutela dell’azionista di una SPAC, così che questi potrebbe allora trovare conveniente votare a favore dell’operazione rilevante nella speranza che ciò determini un incremento del prezzo delle stesse azioni sul mercato, sì da trovare in esso la più profittevole via di *exit*. Tutto ciò, come osserva B.V. REDDY, (nt. 167), 23, da altra prospettiva pure significa che quanto più si andrà approssimando la scadenza del termine di durata della SPAC, tanto più l’incentivo di questa categoria d’investitori tenderà ad allinearsi con quello proprio degli *sponsor*-gestori. Cfr., sul punto, anche H. FORTNEY, *SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications* (September 2, 2021), reperibile <https://www.ssrn.com>, 14.

²¹⁷ Così M. GANOR, (nt. 206), 413. Adde M. MYERS, (nt. 200), 25, osservando come, in questo modo, il controllo della società divenga facilmente acquisibile dai titolari di posizioni che, per quanto formalmente tali, più che esprimere gli interessi e gli incentivi tipici dell’azionista, piuttosto esibiscono «[t]he economic substance of [...] a fixed claimant with a conversion option», con l’approvazione della *business combination* a fungere alla stregua di una “*acceleration clause*” rispetto al breve termine previsto perché le proprie pretese di pagamento possano pienamente maturare. Alla luce di ciò, l’a. allora pure nota che un’altra, complementare, spiegazione del possibile esercizio dissociato dei poteri di voto e riscatto del capitale sia da rinve-

Un tale stato di cose viene allora ritenuto capace di due indesiderabili conseguenze in punto di tutela degli investitori *retail* e, di riflesso, di buon funzionamento del mercato dei capitali. Infatti, mentre i primi rischiano di ritrovarsi stretti nella morsa di comportamenti opportunistici multilaterali del tipo “*hit-and-run*” da un canto (quello degli *sponsor*-gestori²¹⁸) e “*approve-and-redeem*” dall’altro (quello degli arbitraggisti²¹⁹), potendo esser perciò artatamente indotti a credere che l’assemblea voterà contro acquisizioni in grado di distruggere il valore della ricchezza “comune”, o che il “voto economico” rappresentato da significativi livelli di riscatti azionari impedirà in ogni caso di procedere a una transazione non conveniente²²⁰; il secondo risulterebbe di conseguenza privato di affidabili meccanismi di *testing* e coerente segnalazio-

nirsi nell’interesse di questi soggetti, “mezzi-soci” e “mezzi-creditori”, a ricevere con maggiore tempestività, grazie appunto alla *redemption*, la liquidità che altrimenti potrebbero recuperare solamente in seguito alla liquidazione della società laddove, in ipotesi, contribuissero col proprio suffragio assembleare ad affossare la proposta acquisizione (*ivi*, 18). L’idea è supportata anche dalla stessa M. GANOR, (nt. 206), 411 ss., la quale poi individua altre possibili ragioni, tra cui soprattutto la verosimile intenzione dei fondi arbitraggisti di conservare buone relazioni d’affari con gli *sponsor*. In ogni caso, la non sorprendente conseguenza è che, negli ultimi anni, si siano date numerose *business combination* approvate col largo consenso di chi contestualmente decideva di esercitare il potere di *redemption*. Cfr., p. es., A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 29, i quali, dopo aver trovato che gli andamenti dell’investimento in fase “NT” risultano generalmente positivi (ciò che non sorprende, stante appunto la possibilità di recupero *pro rata* di quanto custodito nel *trust fund*), poi constatano come in fase “TF”, e cioè quando, annunciata la *business combination*, gli investitori acquisiscono la possibilità di valutare il merito dell’operazione, a fronte di rendimenti assai più variegati si stagli comunque la costante di un largo supporto assembleare, con solo il 2,2% di voti sfavorevoli in media.

²¹⁸ Riguardo al campione da essi osservato, A. PAWLICZEK, A.N. SKINNER, S.L. ZECHMAN, (nt. 43), 20, trovano che solo il 32% delle SPAC sia riconducibile a *sponsor* già in precedenza coinvolti in iniziative della medesima specie, il che potrebbe valere a confermare l’intuizione che la SPAC tenda, per lo più, a costituire un gioco di tipo “*one-off*” (*supra*, nt. 209).

²¹⁹ V. M. GANOR, (nt. 206), 391 ss., 408 ss., la quale inoltre osserva che, di principio, gli investitori più sofisticati pure saranno interessati a che i riscatti da parte degli altri azionisti si mantengano complessivamente contenuti, così che il “*de-SPAC*” possa andare avanti il più solertemente e agevolmente possibile, da ciò innanzitutto dipendendo l’incremento del valore dei *warrant* in loro possesso. Si assume, pertanto, che tali investitori condivideranno con lo *sponsor* anche l’incentivo a che gli azionisti non siano posti in una condizione informativa ideale in merito all’orientamento del proprio voto e all’esercizio del potere di *redemption*. Cfr., al riguardo, M. MYERS, (nt. 200), 5, 23.

²²⁰ Cfr., da ultimi, anche H. SPAMANN, H. GUO, *The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection* (June 20, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, 3 s.

ne della qualità delle transazioni che su di esso si vanno proponendo e realizzando²²¹.

Donde, in dottrina, non solo la sostenuta opportunità di meccanismi di più adeguata *disclosure*²²², ma, ancor prima, la percepita esigenza di “ricomporre” la smarrita funzione economica della SPAC, riequilibrando gli scompensi prodotti da una struttura finanziaria sempre più dominata, anche nelle relative dinamiche endocorporative, dal soverchiante desiderio dello *sponsor* di consumare il matrimonio del veicolo con “una-qualsiasi” impresa *target*²²³.

5.4. Tesi di segno contrario e possibili sviluppi nelle prassi di mercato.

Per completare l’analisi in merito al recente dibattito scientifico sulle SPAC, resta da dire di come gli orientamenti critici sinora considerati non siano invero rimasti del tutto incontrastati, avendo trovato replica in altra parte della letteratura a mezzo, innanzitutto, d’una contro-critica, per così dire, al-

²²¹ U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 30 ss. («The shareholder franchise once provided a market check on the pressure to close a deal. That check is now gone»). Cfr. anche B.V. REDDY, (nt. 167), 24, 33, il quale evidenzia il potenziale decettivo di strategie di questo tipo, capaci di diffondere verso il mercato una segnalazione che invero non corrisponde alle effettive valutazioni di merito degli investitori più sofisticati, tanto più laddove tali investitori intrattengano accordi collaterali con lo *sponsor* e questi, magari, a sua volta intervenga per sostenere il corso delle azioni a mezzo di acquisti sul mercato, se del caso anche con l’ausilio della stessa impresa *target*.

²²² Cfr. M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 287 ss.; M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, H. HALBHUBER, *Net Cash Per Share: The Key to Disclosing SPAC Dilution* (July 1, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>; S. KELEHER, *SPACs And the Present Regulatory Conundrum*, in 16 *Virginia L. & Bus. Rev.*, 2022, 357 ss., spec. 370 s.

²²³ Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 47 ss., secondo cui sarebbe appunto necessario un «recoupling of economic and voting interests» da realizzarsi a mezzo del recupero, nei regolamenti di borsa e su apposito stimolo della SEC, di criteri di “*redemption threshold*” in forza dei quali la *business combination* non potrebbe finalizzarsi laddove più della metà del capitale custodito in *escrow* fosse reso oggetto di rimborso; posizione dagli aa. da ultimo ribadita anche in *Disclosure’s Limits*, in 40 *Yale J. on Regulation*, 2022, 37 ss. In senso analogo, v. anche L. KURGANOVA, *Unblurring the Lines: Correcting for Regulatory Failure in the SPAC Space* (April 15, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, spec. 60 ss. Nella dottrina europea, la soluzione è sostenuta anche da B.V. REDDY, (nt. 167), 34, il quale fa più precisamente osservare che la rilevante soglia dovrebbe essere fissata ad un livello tale da rendere non conveniente per gli *sponsor*-gestori assumere l’onere di trasferire vantaggi economici agli investitori istituzionali nel contesto di accordi di “vendita del voto”.

trettanto “nucleare”. Infatti, alle posizioni che concludono nel senso della patente inefficienza della funzione *lato sensu* intermediaria che la SPAC pretenderebbe d’assolvere interponendosi in modo alquanto “contorto” tra il mercato dei capitali e quello delle acquisizioni societarie, altri autori, proprio muovendo da una serena presa d’atto della constatata separatezza funzionale tra le due “fasi” (non si tratterebbe, quindi, del frazionamento di un’unitaria operazione economica, ma, propriamente, di due operazioni affatto distinte²²⁴), rispondono sostenendo che il giudizio sulle SPAC non possa – ed anzi, propriamente, non debba – esser condizionato da uno sguardo proiettato oltre la loro stretta esistenza. Questa, infatti, le qualificherebbe unicamente alla stregua di «cash-shell investment vehicles with no downside risks for initial investors until the moment of the business combination»; momento, quello della *business combination*, in cui le regole del gioco cambiano radicalmente e gli investitori cessano di detenere un titolo in sostanza equivalente ad un certificato di deposito su di un conto fiduciario protetto e prontamente liquidabile, viceversa esponendo l’apportata ricchezza al rischio imprenditoriale che essi stessi hanno contribuito a selezionare²²⁵.

Insomma, se ben comprendiamo, la SPAC, lungi dall’esibire un qualche difetto intrinseco nella propria struttura o nella sottostante logica transazionale, semplicemente interverrebbe per “distruggere”, quale prodotto di radicale innovazione finanziaria, ogni costosa – e perciò socialmente indesiderabile – funzione intermediatrice²²⁶, aspirando a rappresentare una tecnica per l’imba-

²²⁴ V. *supra*, nel par. 5.2.

²²⁵ Così D. D’ALVIA, (nt. 23), 8 s., invocando, in aperta polemica con M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), l’esigenza, piuttosto, di «a proper look at SPACs». Vicino a questa impostazione appare anche il pensiero di S. KELEHER, (nt. 222), spec. 365 ss., seppur questa a. non neghi *in toto* l’opportunità di un qualche, ben calibrato, intervento regolatorio diretto ad incentivare maggiormente gli *sponsor*-gestori delle SPAC ad assumere un più attivo ruolo di “preparazione” dell’impresa *target* a divenire una società quotata.

²²⁶ Qui, in certo modo, il discorso si riallaccia al tema (già richiamato *supra*, nt. 148), relativo alla possibilità di diffondere, in concomitanza della fusione, *forward-looking statement* contenenti dati previsionali che, nel sistema statunitense delle IPO convenzionali, non verrebbero comunemente inclusi nei prospetti d’offerta non tanto in conseguenza d’una espressa proibizione di legge, quanto, piuttosto, per deliberata scelta delle banche *underwriter*, che quelle informazioni invece normalmente condividono coi soli analisti e investitori istituzionali coinvolti negli appositi *roadshow*. Il che, a sua volta, si colloca nel contesto di quelle analisi che, con prospettiva ancor più ampia, pretendono di ascrivere buona parte del costante fenomeno di *underpricing* delle IPO a strategie deliberatamente praticate dalle stesse banche collocatrici per favorire il ristretto novero di investitori istituzionali con cui esse hanno interesse a mantenere solide relazioni d’affari. Cfr., p. es., E.R. LEVY, *The Law and*

stimento di un procedimento negoziale mercé il quale *sponsor*-gestori, impresa *target* e investitori, quest'ultimi supportati (grazie alla fungibilità propria dell'azione quotata) dall'intervento del mercato dei capitali, possano, con adeguata flessibilità, ed al netto dell'ineliminabile alea legata agli sviluppi futuri dello specifico rischio imprenditoriale (eventualmente) da condividere, stabilire le condizioni per creare, ciascuno in autonomia, una situazione di tipo potenzialmente “*win-win-win*”²²⁷.

Per questi altri studiosi, dunque, dovrebbe piuttosto giungersi ad una serena e distaccata concezione della SPAC quale strumento (staremmo per dire: *in sé* “causalmente neutro” e tale proprio perché) invero rivolto ad *autonomizzare* le varie tappe d'un processo d'investimento altrimenti fortemente imbrigliato da intermediazioni e *standard* normativi tali da costringere, nei contesti delle IPO e delle più convenzionali operazioni di *private equity*, gli interessati in una posizione di forte passività negoziale, laddove essa, viceversa, riuscirebbe invece ad offrire a ciascuna delle parti coinvolte adeguato spazio per condurre le proprie, indipendenti ed autonome, valutazioni²²⁸.

Né sarebbe per vero necessario alcun intervento eteronomo, atteso che, smaltita l'insostenibile euforia degli ultimi anni, le più recenti dinamiche di mercato starebbero mostrando la credibile capacità dell'autonomia privata nel congegnare soluzioni di gran lunga più equilibrate. E così, assodata l'insufficienza delle clausole di *lock-up* già comunemente interessanti le azioni riservate agli *sponsor*-gestori²²⁹, si constata la diffusione di strutture negoziali ben

Economics of IPO Favoritism and Regulatory Spin, in 33 *Southwestern U. L. Rev.*, 2003-2004, 185 ss.; S.J. GRIFFITH, *Spinning and Underpricing: Legal and Economic Analysis of the Preferential Allocation of Shares in Initial Public Offerings*, in 69 *Brooklyn L. Rev.*, 2004, 583 ss. In questo senso, dunque, il comportamento “anticonformista” delle SPAC varrebbe a riequilibrare, in senso egualitario, il campo da gioco: «Because the SPAC is a merger of companies, you're all of a sudden allowed to talk about the future» [queste le parole di un noto finanziere, già *senior executive* di Facebook, negli ultimi anni particolarmente attivo nel lancio di SPAC; il passo è riferito da J.C. COATES, (nt. 10), 18]. Come visto, tuttavia, le SPAC non parrebbero, alla fine, aver saputo mantenere le promesse fatte in qualità di paladine di “democrazia borsistica”. Cfr., sul punto, lo scetticismo di U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 15 ss.

²²⁷ Cfr., in questa direzione, anche D. GÜNTHER, (nt. 12), 117 s.

²²⁸ Sul fatto che la SPAC contenga in sé un forte elemento di “disintermediazione”, v. lo stesso J.C. COATES, (nt. 10), 39 («SPACs do appear to have genuine advantages over C[onventional]-IPOs. These advantages seem to take primarily the form of disintermediating the fairly concentrated banking industry (as well as venture capitalists) from their dominant roles as underwriters and pre-public-owners in the going public process»).

²²⁹ Cfr., oltre a M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 263; C. LOIZOS, *The year*

più pregnanti in funzione di un maggiore allineamento, verso il lungo termine, *con e tra* gli interessi degli investitori, e tra esse, principalmente:

i. clausole di “*earn-out*”, in forza delle quali la conversione delle azioni *promote* viene condizionata, per scaglioni successivi e secondo una predeterminata progressione temporale, al verificarsi di determinati incrementi nei livelli di prezzo del titolo *post-merger*²³⁰;

ii. previsioni di “*scale-down*” o “*forfeit*”, in forza delle quali gli *sponsor* rinunciano *ex post* a parte del proprio pacchetto di remunerazione, sì da tener conto del livello di riscatti azionari e ridurne, dunque, il complessivo impatto diluitivo per gli investitori²³¹;

iii. strutture di c.d. tipo “*Tontine*”²³², caratterizzate da limiti alla separata negoziabilità dei *warrant*, dall’assegnazione gratuita di *warrant* aggiuntivi agli investitori che decidano di *non recedere*²³³, nonché, talvolta, dalla previ-

of the disappearing Lock-Up (January 5, 2022), reperibile in techcrunch.com, ove, p. es., si legge di previsioni che esplicitamente consentono lo svincolo delle azioni degli *sponsor* solo che le azioni della società “combinata” quotino ad un valore leggermente al di sopra di quello iniziale per un certo lasso di tempo alquanto breve (p. es., 20 giorni in un mese).

²³⁰ Si tratta, pertanto, di un meccanismo di incoraggiamento dei profitti dei gestori alla *price discovery* che il mercato dei capitali verrà via via svolgendo sull’impresa risultante dalla *business combination*, così da correggere lo *short-termism* che altrimenti rischia di affliggere l’azione degli *sponsor*-gestori. Cfr. G.O. NILSSON, (nt. 7), 266 s., 270 s.; D. D’ALVIA, (nt. 44); J. BAI, A. MA, M. ZHENG, (nt. 15), 33. Sulla diffusione di tali clausole nelle SPAC di più recente generazione, v. soprattutto M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 34 s.; ma cfr. anche U. VAROTTIL, (nt. 166), 19.

²³¹ Dunque, se quelle di *earn-out* sono clausole con una funzione di “*vesting*”, queste ultime valgono invece ad operare un “*di-vesting*” dello *sponsor* rispetto al suo *promote* originario; lo stesso talvolta s’osserva anche con riguardo agli *sponsor warrant*, nonché, seppur con una frequenza inferiore, alle commissioni degli *underwriter*. Cfr. ancora M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 37 s.; per ulteriori dati, v. J. AREL *et al.*, *SPAC 2021 Year-End Review and 2022 Preview: Tailwinds, Headwinds, and Regulatory Landscape* (January 6, 2022), reperibile in <https://www.jdsupra.com>.

²³² Dal nome della società *Pershing Square Tontine Holdings*, promotrice di alcune SPAC cui si associano i primi tentativi del genere: cfr. K. SQUIRE, *Bill Ackman and Tontine Holdings rewrite the terms for SPACs* (July 22, 2020), reperibile in <https://www.cnn.com>. A differenza della struttura *standard*, nella SPAC di tipo *Tontine* i 2/3 dei *market warrant* non sono “staccabili” dalle azioni, così da scoraggiare la comunità degli arbitraggisti e incoraggiare invece quella degli investitori di più lungo termine. Inoltre, in questa medesima ottica, i *warrant* degli azionisti uscenti verrebbero redistribuiti proporzionalmente tra quelli che rimangono. In letteratura, v. J. BAI, A. MA, M. ZHENG, (nt. 15), 31, nt. 23; R. FERRETTI, A. CASTELLI, (nt. 30), 58; G.O. NILSSON, (nt. 7), 270.

²³³ M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 34, pure documentano, più in generale, la tendenza a ridurre la quantità di *market warrant* ricompresi nelle *unit* oggetto d’offerta iniziale.

sione di una clausola *call* a favore della società, sì che questa sia intitolata al riscatto anticipato dei *warrant* allorquando l'azione di compendio dovesse raggiungere un certo livello di prezzo sul mercato (“*callable warrant*”)²³⁴.

Insomma, il mercato delle SPAC si starebbe beneficamente segmentando, lasciando osservare un principio di “competizione al rialzo” che potrebbe a sua volta far sperare nell'avvio d'un processo di selezione capace, alla fine, di premiare gli *sponsor* maggiormente attenti alle ragioni di più lungo periodo degli investitori, marginalizzando, invece, quelli orientati verso insostenibili strategie di tipo speculativo²³⁵.

Di là da tutto questo – su cui, per vero, non v'è affatto unanimità di vedute²³⁶ – e prescindendo pure da altre e ancor più radicali innovazioni “futuribili”²³⁷, ai complessivi fini della nostra ricerca, interessa piuttosto evidenziare

²³⁴ M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 24. Si tratta, come è evidente, di un meccanismo di contenimento ed aggiustamento *ex post* delle asimmetrie distributive della ricchezza *post-merger* in favore dei soci sprovvisti dei *warrant*. Cfr. G.O. NILSSON, (nt. 7), 270; M. FUMAGALLI, (nt. 93), 746; e v., nella letteratura finanziaria, in generale, A. CHAKRABORTY, S. GERVAIS, B. YILMAZI, *Security Design in Initial Public Offerings*, in 15 *Rev. Finance*, 2009, 327 ss.

²³⁵ E, secondo queste diverse chiavi di lettura, grande preoccupazione non dovrebbe neppure destare, tutto sommato, il *decoupling* tra voto e recesso, posto che tale pratica sarebbe invero fonte di due effetti capaci di controbilanciarsi quanto a rispettiva efficacia “disciplinante”. Se, infatti, è per un verso vero che il voto viene così economicamente deresponsabilizzato, parimenti vero è, d'altro canto, che la maggiore appetibilità dell'eventuale scelta di ritiro delle somme inizialmente “prestate” alla SPAC, nel frattempo incrementate dai proventi maturati sul conto e dal corrispettivo versato per gli *sponsor warrant*, costituisce comunque un non banale ostacolo per gli *sponsor*-gestori, i quali col problema della qualità di ciò che effettivamente propongono agli investitori dovranno, in un modo o nell'altro, far comunque i conti. Così sempre M. GAHNG, J.R. RITTER, D. ZHANG, (nt. 57), 12, i quali, alla luce di tutto quanto sopra, dunque concludono che «the market [is] adjusting toward a more sustainable equilibrium» (*ivi*, 42).

²³⁶ Secondo M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, E. RUAN, (nt. 13), 279 ss., 290 ss., quelle sopra rassegnate rappresenterebbero, in verità, delle eccezioni assai rare in un contesto di mercato che, nell'ultimo decennio, si sarebbe anzi mostrato sorprendentemente statico nelle soluzioni confezionate. Cfr., inoltre, M. KLAUSNER, M. OHLROGGE, *Is SPAC Sponsor Compensation Evolving? A Sober Look at Earnouts* (June 7, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>, ove viene fortemente messa in dubbio la capacità delle clausole di *earn-out*, per come attualmente formulate, di realizzare un più effettivo allineamento d'interessi in mancanza di un cospicuo co-investimento in proprio da parte dello *sponsor* al momento della fusione della SPAC.

²³⁷ Come quella rappresentata dalla strategica traiettoria evolutiva interspecie che varrebbe a segnare il passaggio da SPAC a SPA“R”C, e cioè a “*Special Purpose Acquisition Rights Company*”. Quest'ultima si lascia identificare alla stregua di un veicolo societario che, in fase

come invero non sorprenda, alla luce delle notazioni più sopra svolte circa il loro pensiero, che gli studiosi che sostengono la necessità di una netta distinzione funzionale tra SPAC e “de-SPAC”, pure tendano ad evidenziare come, con l’avvio della seconda delle due fasi, debba tornare a farsi piena applicazione del canone – proprio dei contratti di scambio, ed invece superato dal concetto di “lealtà” nella diversa logica dei rapporti fiduciari²³⁸ – del *caveat emptor*.²³⁹

Per comprendere a fondo questa diversa impostazione concettuale, la quale parrebbe appunto sottendere una visione decisamente “contractarian” di tutta la vicenda, occorrerebbe analizzare ancor più da vicino l’intima logica eco-

di propria IPO, offre gratuitamente agli investitori solamente dei titoli (denominati “rights”) conferenti la facoltà di sottoscrivere azioni che la società emetterà nel contesto dell’acquisizione di un’impresa operativa con cui già abbia raggiunto un accordo vincolante. Dunque, la SPARC non raccoglie anticipatamente capitali tra il pubblico, non li parcheggia *medio tempore* in un conto vincolato, non offre pacchetti di strumenti azionari e derivati dalla separabile sorte, non chiama gli investitori a votare sull’operazione rilevante. Essa si limita ad offrire l’opzione di partecipare, secondo condizioni predefinite, all’operazione d’investimento una volta conosciuta la *target* che lo *sponsor* avrà individuato in un termine, peraltro, considerevolmente più lungo di quello comunemente previsto nelle SPAC. Cfr., su questo esperimento, F. JACQUES, (nt. 157); M. DALE, D. MURRAY, *New in the world of SPACs: arks, sharks and SPARCs* (November 2021), reperibile in <https://www.financierworldwide.com>. In letteratura, v. gli accenni di M. MYERS, (nt. 200), 65 s.; e di U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 15), 51, secondo i quali «a SPARC marks a return to Rule 419’s concept of allowing investors to opt into an acquisition, after learning its details, rather than the SPAC opt-out» (v. *supra*, nt. 149). Altre voci, tuttavia, ritengono questa innovazione, al pari della variante della SPAC di tipo *Tontine*, troppo costosa e perciò insostenibile per lo *sponsor* “medio”. Cfr. D. D’ALVIA, (nt. 44); ID., (nt. 23), XXIX, 59 ss.

²³⁸ Per il rilevante quadro concettuale, v., complessivamente, G. DE NOVA, *Gli interessi in conflitto e il contratto*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 241 ss.; D. MAFFEIS, *I contratti dell’intermediazione finanziaria*, Torino, Giappichelli, 2011, *passim*; nonché, se ci si consente il rinvio, G. ROMANO, *La funzione*, (nt. 26), *passim*.

²³⁹ Cfr., in questa direzione, D. D’ALVIA, (nt. 105), 1178; D. D’ALVIA, M. VULANOVIC, (nt. 148); e v., per ciò che riguarda l’intermediario collocatore, J. DINAPOLI, (nt. 45), la quale, riportando un’intervista ad un esponente di un’importante banca d’affari europea negli ultimi anni particolarmente attiva nei servizi di *underwriting* delle SPAC, riferisce del convincimento secondo cui la transazione sottenderebbe il principio in forza del quale, mentre gli azionisti beneficiano in “fase SPAC” di alcuni significativi meccanismi di protezione (su tutti, «the right to redeem shares for \$10 before a deal closes»), in “fase de-SPAC”, invece, «once a deal is done [...] retail investors “have to make their own decisions. They have to do their own due diligence”». Ma non è certo questa, almeno in Europa, l’attuale inclinazione dell’ordinamento. Cfr., per tutti, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 31 ss.; ID., *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, *ivi*, 2019, I, 1 ss.

nomico-transazionale sulla cui base il rapporto tra soci e gestori della SPAC appare edificato. Si tratta di un approfondimento cui ci dedicheremo nel separato studio che, come chiarito nell'Introduzione, intendiamo svolgere sul tema. Pertanto, conviene adesso dare piuttosto conto delle iniziative intraprese nei diversi ordinamenti per fronteggiare – quasi in via “emergenziale” – i problemi evidenziati dall'improvvisa diffusione delle SPAC. Già in fondo a questa rassegna, tuttavia, vedremo come, rispetto al coacervo di soluzioni a più livelli introdotte, una certa posizione dottrina invochi, tutt'al contrario rispetto a quelle appena accennate, proprio l'intervento dei doveri fiduciari scaturiti dal diritto societario generale, in essi scorgendo il congegno normativo meglio in grado di ricomporre le più gravi problematicità di funzionamento della struttura organizzativa in discorso.

6. *Uno sguardo comparato alle recenti iniziative e proposte di riforma delle SPAC.*

Guardando alle recenti soluzioni pubbliche o “semi-pubbliche” messe in campo, rispettivamente, dalle autorità di vigilanza, dai gestori di mercato e, in qualche caso, dai legislatori negli ultimi tempi, ci si avvede subito di come decisamente variegati siano – tanto nei contenuti, quanto nella fonte e, quindi, nella natura “*hard*” o “*soft*” delle varie prescrizioni introdotte – gli approcci finalmente adottati.

E così, se la recente proposta di regolamento della SEC pare soprattutto rivolta a puntellare l'operatività delle norme di mercato mobiliare e le fattispecie di responsabilità civile da esse sancite, considerando l'intermediario finanziario, già *underwriter* della IPO della società veicolo, portatore di un forte interesse finanziario con riferimento all'operazione di “*de-SPAC*”, nonché responsabile di un'attività distributiva tale da giustificare il permanere, anche in questa successiva fase, della suddetta iniziale qualifica formale, con tutto ciò che può conseguirne ai sensi del *Securities Act*²⁴⁰; merita

²⁴⁰ V. SEC *Proposed Rules*, (nt. 158), 87 ss., 249 ss. Si vorrebbe così rimediare alla “scappatoia” per cui, sino ad ora, il ruolo di *underwriter* sarebbe formalmente venuto meno una volta che la SPAC avesse completato la propria IPO, con lo stesso intermediario che, pur non incorrendo, giusta la natura “vuota” dell'emittente e quella puramente convenzionale del prezzo dei titoli oggetto d'offerta, nel rischio economico tipico del servizio di sottoscrizione e collocamento a fermo, sarebbe risultato tuttavia intitolato a percepire cospicue commissioni in ragione della successiva *business combination*, operazione nel cui contesto non sarebbe stato però responsabile delle previsioni e delle altre valutazioni diffuse con ri-

d'altro canto segnalare come la borsa di Singapore, compiendo una scelta in tal senso unica nel panorama comparatistico, sia direttamente intervenuta sulla posizione degli *sponsor*-gestori, a costoro richiedendo (in aggregato) l'effettuazione di un investimento azionario in proprio a condizioni economiche paritarie con gli investitori della IPO e d'importo variabile in ragione della diversa capitalizzazione di mercato della società²⁴¹. Molto diverso, sotto questo aspetto, l'atteggiamento invece assunto dalla concorrente piazza finanziaria di Hong Kong, la quale sembra aver anch'essa prediletto un approccio di regolazione indiretto e "via *gatekeeper*", richiedendo, oltre alla presenza di taluni requisiti di qualificazione degli *sponsor*-gestori²⁴², la necessaria raccolta di una certa quantità di investimenti PIPE nel contesto dell'operazione di "de-SPAC"²⁴³.

guardo alla società finalmente condotta in borsa anche grazie al proprio decisivo intervento. V., su questo problema, J.C. COATES, (nt. 10), 7 s.; a favore di un riequilibrio con le regole delle IPO convenzionali, cfr. anche H. HALBHUBER, *An Economic Substance Approach to SPAC Regulation* (January 18, 2022), reperibile in <https://www.ssrn.com>; nel senso della necessità di un approccio regolatorio decisamente più sfumato, invece, S. KELEHER, (nt. 222), 369 ss.

²⁴¹ SGX *Mainboard Listing Rules*, r210(11)(e), su cui v. U. VAROTTIL, (nt. 166), 18 ss. Sino ad ora, un intervento diretto sullo *sponsor promote* si era avuto, a quanto consta, nella sola Malesia, ove s'era tuttavia seguito un approccio non già di tipo rigido, come quello da ultimo praticato a Singapore, bensì ampiamente discrezionale, lasciando all'autorità di vigilanza la valutazione, da compiersi caso per caso, in merito al fatto che la singola SPAC sia strutturata «in a manner that ensures the interest of the management team is aligned with the interest of public investors» e che la remunerazione riservata ai gestori non appaia, «both in terms of quantum and timing, [...] disproportionate to the expected shareholder value creation and the timing of such value creation» [Suruhanjaya Sekuriti, *Equity Guidelines*, SC-GL/EG-2009 (R5-2021), spec. parr. 6.03, 6.03A, 6.03B, 6.14A e 6.14B]. Per altri riscontri sulla disciplina malesiana in tema di SPAC, cfr. D. D'ALVIA, (nt. 23), 140 ss.

²⁴² HKEX *Rules*, r18B.10-14, su cui cfr. ancora U. VAROTTIL, (nt. 166), 16 ss.

²⁴³ HKEX *Rules*, r18B.40, 41 e 42, ove, muovendo dalla convinzione che l'assenza di *bookbuilding* e, quindi, di coinvolgimento di una più ampia platea di investitori esterni, invochi un ulteriore momento di più affidabile *price discovery*, si richiede la raccolta di "independent third party investment" secondo una quantità variabile a seconda del prezzo convenuto per la *target*. La borsa di Singapore, viceversa, si limita a dare una rilevanza solo eventuale alla presenza di investimenti della specie, in tal caso consentendo la deroga all'altrimenti necessario intervento di uno stimatore indipendente [SGX *Rules*, r210(11)(m)(vi)]. Cfr. ancora U. VAROTTIL, (nt. 166), 25 s., il quale, per il resto, osserva come nessuno dei due *set* di regole si preoccupi tuttavia di porre limiti o condizioni alla possibilità che gli investimenti della specie vengano realizzati secondo condizioni economiche più favorevoli rispetto a quelle *illo tempore* offerte agli investitori della IPO-stage. Per completezza, va tuttavia riferito che, in funzione di contenimento dei relativi effetti diluitivi, in entrambi i contesti

Ancora diverso l'approccio della *Financial Conduct Authority* nel Regno Unito, ove, all'evidente intenzione politica di creare un ambiente di mercato nel complesso capace di replicare efficacemente il modello statunitense²⁴⁴, s'è accompagnato un intervento finalizzato alla mitigazione dei conflitti d'interesse capaci d'inquinare i procedimenti deliberativi concernenti la *business combination*. Gli statuti delle SPAC devono infatti disporre l'astensione dalla discussione e dal voto degli amministratori che, direttamente o indirettamente, abbiano un interesse nell'impresa *target*, nonché, per quanto concerne le decisioni di competenza assembleare, l'astensione di promotori e *sponsor*-gestori con riferimento alla totalità delle azioni da costoro detenute, ivi comprese quelle eventualmente acquisite sul mercato secondario. Inoltre, nel caso in cui un amministratore abbia un interesse diretto o indiretto nella *target* è richiesta la pubblicazione, in tempo utile prima dell'assemblea, di una dichiarazione del consiglio attestante che la transazione proposta è "*fair and reasonable*", ciò che deve essere anche confermato da un apposito parere da acquisirsi presso un professionista indipendente²⁴⁵.

Un altro modello ancora, questa volta di tipo pressoché esclusivamente *disclosure-based*, pare rinvenibile nelle direttive di recente adottate dalla Borsa di Zurigo, le quali, tra le altre cose, richiedono, quanto alla fase di IPO: l'indicazione di alternativi scenari ipotetici riferibili ai diversi livelli di diluizione che gli investitori potrebbero subire in conseguenza della struttura del capitale del veicolo, della remunerazione degli *sponsor*-gestori e dell'even-

sono stabilite previsioni di "*capping*" in relazione all'ammontare massimo ammissibile, calcolato su base di capitale completamente diluita, dello *sponsor promote* e degli *sponsor warrant*, così come pure è previsto un tetto massimo per ciò che riguarda la diluizione derivante dalla conversione dei *market warrant* [SGX Rules, r210(11)(f) e (k); HKEX Rules, r 18B.23 e 29(1)].

²⁴⁴ V. *supra*, par. 2.4, nt. 163.

²⁴⁵ V. FCA, *Listing Rule* 5.6.18AG(4), (5), (6). Cfr. B.V. REDDY, (nt. 167), 19, 25 s., 35, il quale tuttavia esprime più di un dubbio sull'efficacia di queste misure, atteso che le azioni acquisite dallo *sponsor* rappresenteranno comunque voti sottratti a potenziali azionisti dissenzienti; e comunque, nulla impedirebbe che *sponsor* e azionisti stipulino appositi accordi collaterali con cui, in cambio di un qualche beneficio particolare, ai primi sia possibile assicurarsi il voto favorevole dei secondi. Anche a queste ipotesi dovrebbe, secondo l'a., dunque estendersi il divieto di voto. *Contra*, D. D'ALVIA *et al.*, (nt. 163), ritenendo tali misure fonte di un significativo svantaggio competitivo rispetto al mercato statunitense. L'astensione dal voto è prevista anche ad Hong Kong (HKEX Rules, r18B.54), mentre a Singapore, in ragione del maggiore allineamento d'interessi che dovrebbe scaturire dal co-investimento richiesto agli *sponsor*-gestori, si è deciso di inibirne la partecipazione alla sola eventuale decisione di proroga della SPAC, vietandone il voto limitatamente alle azioni *promote* [SGX Rules, r210(11)(m)(ii)].

tuale successiva raccolta di PIPE *investment*; la descrizione delle misure adottate per evitare o mitigare i rilevanti conflitti d'interesse; e quanto alla fase di "de-SPAC": la redazione di apposito documento informativo da pubblicarsi in vista del voto e contenente, *inter alia*, la descrizione dei rilevanti effetti finanziari derivanti dall'operazione acquisitiva; la conferma che la SPAC non abbia ricevuto, direttamente o indirettamente, nessuna informazione riservata che potrebbe influenzare materialmente la decisione degli investitori (con la precisazione che le semplici stime e previsioni non si qualificano come informazioni di questo tipo); nonché la predisposizione di un apposito documento supplementare per il cui tramite provvedere alla comunicazione di eventuali fatti rilevanti verificatisi o scoperti tra la pubblicazione del documento iniziale e la data fissata per l'assemblea²⁴⁶.

Dello stesso tipo, per ovvie ragioni, è l'approccio seguito dall'ESMA in relazione alle proprie aspettative di applicazione uniforme del Regolamento prospetto²⁴⁷. Anche l'autorità europea dei mercati, infatti, persegue in sostanza

²⁴⁶ V. SIX Swiss Exchange, *Directive on the Listing of SPACs*, 18 October 2021. L'unica rigidità strutturale che parrebbe caratterizzare le regole della Borsa di Zurigo è data dall'impossibilità di proroga del termine di durata massima della SPAC, stabilito in 36 mesi (v. art. 89h *SIX Listing Rules*). A metà strada tra il modello inglese e quello svizzero sembra collocarsi quello portoghese se si guarda a quanto di recente stabilito dalla *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, la quale si limita a "raccomandare" che misure di prevenzione dei conflitti d'interesse siano implementate con riguardo all'approvazione dell'operazione rilevante, a tal riguardo poi "suggerendo" che gli amministratori s'impegnino a produrre, prima dell'assemblea, una dichiarazione contenente gli elementi atti a dimostrare che la transazione proposta è ragionevole e che verrà condotta secondo normali condizioni di mercato. Tuttavia, laddove un tale impegno non volesse esser assunto, oppure nel caso in cui tale attestazione non fosse avvalorata da un professionista indipendente, basterà che di ciò sia data comunicazione nel prospetto. Cfr. CMVM, *Entendimento da CMVM sobre a admissibilidade em Portugal de SPAC (Special Purpose Acquisition Companies)*, 5 abril 2022, 6. Peculiare anche la soluzione valevole in Danimarca, Svezia, Finlandia e Islanda ove è richiesto che ogni *business combination* debba essere approvata da una maggioranza di amministratori indipendenti sinché l'emittente non abbia impegnato in operazioni della specie almeno l'80% della liquidità segregata sul conto vincolato (v. *Nasdaq Nordic Main Market Rulebook*, r2.18.4). Il che vuol dire che tale requisito non opererebbe laddove la SPAC si orientasse per un'unica *business combination* con una *target* esibente un tale controvalore minimo di mercato. È così recepita la c.d. "threshold rule", tipica del sistema statunitense e anch'essa comunemente intesa quale congegno di mitigazione di possibili opportunismi, onde, in particolare, gli *sponsor*-gestori siano scoraggiati dal perseguire acquisizioni di modesta rilevanza al solo fine di profittare della convertibilità del *promote*, amplificando ulteriormente l'effetto diluitivo sulle altre partecipazioni. Su tale regola, cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 11), 901; D.B. HAGHNEJAD, (nt. 42), 16.

²⁴⁷ V. *supra*, par. 4.

l'obiettivo di evitare che l'informazione che sarà distribuita agli azionisti al momento della *business combination* possa non soddisfare gli *standard* che invece sarebbero richiesti nel contesto di una IPO convenzionale. Per cui, oltre alla richiesta che gli emittenti diano informazioni in merito alla struttura finanziaria del veicolo, ivi compresi, anche qui, i diversi livelli di diluizione ad essa ipoteticamente associabili²⁴⁸, l'ESMA vuole che le autorità nazionali, attenendosi agli *standard* qualitativi ricavabili dalla normativa europea, esigano dalle SPAC l'inclusione, già nel prospetto iniziale, di una dettagliata descrizione della *disclosure* che l'emittente fornirà in occasione dell'assemblea che verrà in futuro chiamata ad esprimersi sull'operazione rilevante, ritenendo che in questo modo gli investitori siano messi in condizione di verificare l'adeguatezza di tale impegno informativo futuro²⁴⁹.

Guardando, invece, ai singoli Stati membri dell'Unione in cui si sono di recente avuti interventi specifici in tema di SPAC, si constata come alcuni siano idealmente collocabili su estremi opposti per ciò che concerne la complessiva rigidità d'approccio e la granularità delle singole previsioni introdotte, potendo in tal senso richiamarsi gli esempi del Belgio, da un lato, e del Lussemburgo e della Francia dall'altro. Infatti, mentre in questi due ultimi contesti si è

²⁴⁸ Trattasi di regola di *disclosure* che sembrerebbe essersi ormai generalizzata, trovandosi da ultimo recepita anche nella proposta di regolamento della SEC. Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 223), 38, i quali in verità dubitano della piena utilità della previsione in discorso poiché riferibile ad un tipo d'informazione che le SPAC già erano solite fornire in via volontaria. Del che si trova in effetti conferma anche con riguardo alle SPAC europee, tanto se quotate su un mercato regolamentato, quanto su un MTF (cfr., p. es., il prospetto della olandese *European FinTech IPO Company 1 B.V.*, 96 ss.; e il documento di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia di *Crescita S.p.a.*, 38 s.). Alcuni commentatori, tuttavia, avevano avuto modo d'osservare come questa *disclosure* volontaria non risultasse in verità pienamente appagante perché non del tutto efficaci si mostravano, tra le altre cose, le concrete modalità rappresentative solitamente impiegate allo scopo. Cfr. M. FUMAGALLI, (nt. 60), 63.

²⁴⁹ V. ESMA, (nt. 160), 5. Con il procedere dell'operazione e, in particolare, con l'avvio della fase di "de-SPAC", vi sarà poi da tener naturalmente conto anche degli obblighi di comunicazione derivanti dalla disciplina in tema di abusi di mercato, e segnatamente dall'art. 17 MAR. Cfr., *praecipue*, P. MELZER, J. SIEBERT, (nt. 162), 670; S. LOMBARDO, (nt. 61), 40 s.; nonché, per una più puntuale analisi, K. ANDERSON *et al.*, *SPACs in the City: the emerging litigation and regulatory risks in England and Wales*, in *Butterworths J. International Banking & Financial L.*, 2021, 635 s. Un cenno ad un aspetto particolare, quello della eventuale *disclosure* selettiva fatta dagli amministratori in favore di certi soci della SPAC in vista dell'assemblea chiamata a deliberare sulla *business combination*, trovasi poi in C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 60.

prescelto un approccio essenzialmente “*case-by-case*”, rilasciando alla piena discrezionalità ora dell’autorità di vigilanza in sede di approvazione (quando prevista) dei documenti di offerta²⁵⁰, ora del gestore di mercato in sede di ammissione a quotazione²⁵¹, il giudizio circa l’adeguatezza delle soluzioni congegnate dal singolo emittente rispetto agli obiettivi di tutela degli investitori e di integro funzionamento del mercato²⁵², la belga *Autorité des services et marchés financiers* si è invece fatta portatrice di una visione alquanto rigorosa, incorporando in una propria *Opinion* quello che la medesima autorità indica come un *set* di *standard* minimi ricavati dalle evidenze della più recente letteratura scientifica internazionale e dall’osservazione delle dinamiche di altri contesti di mercato²⁵³.

²⁵⁰ Cfr. AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS, *Le cadre juridique français permet d’accueillir les SPAC à Paris tout en veillant à la protection des investisseurs*, 15 avril 2021, ove, anzi, emerge in maniera del tutto evidente l’intenzione di rendere noto agli operatori che «[l]’AMF se réjouit, avec l’ensemble de la Place de Paris, de pouvoir accueillir ces projets, témoignant et participant de l’attractivité des marchés financiers en France». Il citato documento, tuttavia, reca data anteriore rispetto all’intervento dell’ESMA poco più sopra richiamato, mentre, nei mesi immediatamente successivi, la stessa AMF sembrerebbe aver assunto un atteggiamento decisamente più bilanciato. Cfr., oltre allo studio a firma di L. GRILLET-AUBERT, *SPAC: Opportunités et risques d’une nouvelle façon de se coter en bourse*, 2 juillet 2021, il *Discours de Benoît de Juvigny, Secrétaire général de l’AMF – IOSCO SPAC Network Stakeholder Meeting*, 16 décembre 2021, entrambi reperibili in [amf-france.org](https://www.amf-france.org). Ad ogni modo, gli osservatori constatano come l’ordinamento francese, grazie anche ad un’adeguata elasticità del proprio diritto societario, abbia nel complesso permesso alle SPAC ivi costituite e quotate di replicare la gran parte delle caratteristiche proprie del modello statunitense. Cfr. ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (AFME), *European SPACs. Guide to Regulatory Obligations*, March 2022, 14; nonché O. DE VILMORIN, *Paris: Place financière en première ligne pour les SPAC, Rapport du club des juristes* (Décembre 2021), reperibile in <https://www.leclubdesjuristes.com>.

²⁵¹ V. Luxembourg Stock Exchange, *SPACs at LuxSE*, August, 2021, contenente alcune essenziali indicazioni complementari rispetto agli ordinari requisiti di quotazione stabiliti nelle *LuxSE Rules&Regulations*. Quanto, invece, alla *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, questa non ha sinora stabilito alcun criterio aggiuntivo generale, limitandosi, quando ritenuto necessario, alla richiesta di chiarimenti in sede di approvazione dei singoli prospetti. Cfr. AFME, (nt. 250), 22.

²⁵² Simile anche l’approccio seguito dalla Borsa di Francoforte, la quale, a mezzo di apposita dispensa *ex § 3 Abs. 2 BörsZulV*, permette alle SPAC di quotarsi pur in assenza dei requisiti ordinari. V. DEUTSCHE BÖRSE, *Special Purpose Acquisition Companies*, reperibile in <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com>. Da canto suo, la *BaFin* non ha sinora dettato alcuna più specifica direttiva in materia. Cfr. ancora AFME, (nt. 250), 12; nonché, in letteratura, P. MELZER, J. SIEBERT, (nt. 162), 666 ss.; D. GÜNTHER, (nt. 12), 126 s.; A. MOELLER, (nt. 47), 34 ss.

²⁵³ FSMA, *Standards minimaux concernant la structuration des SPACs, la diffusion*

Innanzitutto, tratto distintivo di questo orientamento è dato dal convincimento che, in ragione della loro complessità, gli strumenti finanziari emessi dalle SPAC sul mercato primario debbano essere riservati ai soli investitori qualificati [ex art. 2, lett. e), Reg. prospetto], che la loro successiva negoziazione sul mercato secondario debba esser tendenzialmente ristretta ai soli investitori professionali (ex art. 4, par. 1, punto 10, MiFID II) e che, pertanto, sia opportuno che gli investitori *retail* possano investirvi solo attraverso i propri intermediari finanziari subordinatamente all'osservanza delle regole in punto di adeguatezza e di appropriatezza, escludendosi la possibilità di seguire il regime di *execution only*²⁵⁴. In aggiunta a ciò, gli aspetti maggiormente qualificanti si rinvergono sugli ulteriori piani della *disclosure* e poi della *governance* societaria. E così, se nel contesto di un'analisi di sensitività diretta a comunicare agli investitori i possibili scenari di diluizione, l'ASFM si spinge sino a richiedere che l'emittente pure indichi i rendimenti annuali che l'entità combinata dovrebbe generare affinché gli azionisti non recedenti possano quantomeno pareggiare il *floor* appunto rappresentato dal *redemption value*, è senz'altro interessante osservare come l'autorità belga si preoccupi che siano mi-

d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions sur Euronext Brussels, Opinion_2021_04, 21 Juin 2021. Tale *Opinion* recepisce taluni orientamenti già espressi nella di poco precedente consultazione pubblica avviata sull'argomento (FSMA, *Consultation publique organisée par la FSMA sur la proposition de standards minimaux concernant la structuration des SPACs, la diffusion d'informations sur les actions de SPACs et la négociation de ces actions sur Euronext Brussels*, 5 Mai 2021). Cfr. V. MARQUETTE, S. LIBREGTS, S. NOTHOMB, *Future Prospects for SPACs in Belgium?* (6 juillet 2021), reperibile in <https://www.loyensloeff.com>.

²⁵⁴ FSMA, *Standards minimaux*, (nt. 253), 5; e v., in conseguenza di ciò, Euronext Brussels, *Euronext Access Rule Book*, r2.10. Una scelta simile è stata compiuta anche dalla Borsa di Hong Kong (HKEX *Rules*, r 18B.03). Una soluzione peculiare è invece quella seguita in Portogallo, ove le SPAC sono lasciate libere di decidere se coinvolgere sin dalla fase dell'offerta iniziale gli investitori *retail*, in tal caso però dovendo assicurare il rispetto di requisiti aggiuntivi con riguardo, p. es., ai possibili impieghi delle somme depositate nel conto vincolato e alla conformazione dei diritti di *exit*. Cfr. CMVM, (nt. 246), 7 s. Circa il coinvolgimento degli investitori *retail* da parte delle SPAC quotate sui mercati mobiliari europei, v'è inoltre da tenere conto, come del resto ha ricordato la stessa ESMA nel proprio *statement* del luglio 2021 [ESMA, (nt. 160), 2], dei condizionamenti derivanti dalle regole MiFID II in tema di *product governance* e da quelle relative ai PRIIPs, nel cui perimetro applicativo potrebbero in particolare rientrare tanto le *unit* quanto i *warrant* in esse comunemente ricompresi. Cfr., sull'uno e l'altro aspetto, AFME, (nt. 250), 32, 44 ss., da cui si trae conferma che, salva appunto l'eventuale presenza di più stringenti condizioni a livello nazionale, anche in Europa gli investitori *retail* partecipino alle SPAC solamente in virtù di acquisto delle relative azioni ordinarie sul mercato secondario; sulle indicazioni dell'ESMA, cfr. anche C. PÉREZ GUERRA, (nt. 160), III.

tigati non solamente i conflitti d'interesse tra *sponsor*-gestori e investitori, ciò che la porta ad esigere l'adozione tanto di rigidi accorgimenti di tipo procedimentale²⁵⁵, quanto di un rigoroso *dealing code* che ai primi inibisca ogni attività di negoziazione sui titoli della SPAC in pendenza delle trattative con la *target*²⁵⁶, ma anche quelli tra i vari gruppi di azionisti che tipicamente compongono la base sociale delle SPAC, ciò che invece esige che il diritto di recesso spetti unicamente a coloro che abbiano votato contro l'operazione rilevante, trovandosi economicamente e giuridicamente "illogica" la dissociazione di rischio e beneficio che l'eventuale *decoupling* tra i poteri di *voice* e di *exit* sarebbe in grado di realizzare²⁵⁷.

²⁵⁵ Più precisamente, la *Opinion* assume che nell'assemblea chiamata a deliberare sulla *business combination* ogni categoria di azioni debba votare separatamente, dovendosi inoltre impedire che gli *sponsor*, tramite acquisti sul mercato secondario, possano condizionare il voto della classe delle azioni ordinarie. Ancora, si prevede che laddove la *business combination* con la *target* selezionata dia luogo ad un'operazione con parti correlate, la sottoposizione all'assemblea dovrà provenire da una decisione assunta col consenso unanime dei soli amministratori non correlati. L'ASFM si spinge, poi, ancora oltre, perché, nella convinzione che la struttura della SPAC inevitabilmente esponga gli investitori al conflitto d'interesse proprio degli *sponsor*-gestori, assume che «la décision d'investissement [...] revient à l'assemblée générale des actionnaires et non au conseil d'administration de la SPAC». Sembra dunque di capire che lo statuto debba prevedere la competenza dell'assemblea anche laddove, per diritto societario generale, la prescelta forma tecnica di realizzazione della *business combination* ricadrebbe nelle competenze degli amministratori (p. es., acquisto di partecipazioni o ramo d'azienda). Nello stesso senso ha disposto, in Portogallo, la CMVM, (nt. 246), 5. In sede scientifica, di questo problema s'è in particolare occupata la dottrina tedesca, domandandosi se, a fini di un efficace recepimento nell'ordinamento interno del modello della SPAC, avendo riguardo al suo peculiare funzionamento, possa ritenersi in ogni caso esistente una competenza deliberativa implicita dell'assemblea in accordo alle note dottrine *Holz Müller* e *Gelatine*. La risposta tende ad essere per lo più negativa, e la soluzione, allora, passa attraverso una iper-specificazione per via statutaria dell'oggetto sociale tale per cui qualsiasi tipo di operazione che conduca il veicolo SPAC ad avvicinarsi all'elemento del rischio d'impresa comporti una rilevante modificazione dell'oggetto medesimo. V., per un confronto col diritto italiano e per i riff. del caso, G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26) (ma v. anche *infra*, nt. 269). In chiave comparata, cfr. inoltre I. FERNÁNDEZ TORRES, (nt. 162), 151 s., nonché, proprio per ciò che riguarda l'ordinamento spagnolo, il testo del proposto nuovo *Artículo 535-bis* della *Ley de Sociedades de Capital*, derivante dal progetto di riforma di cui subito riferiamo nel testo e contenente quella che, in Europa, rappresenterebbe la prima definizione di SPAC fornita da una norma di rango primario.

²⁵⁶ Come osserva l'AFME, (nt. 250), 24, si tratta di una previsione che introduce un regime ancor più rigoroso di quello della MAR, prescindendo dalla concreta ricorrenza di "informazioni privilegiate" nel senso dell'art. 7, par. 1, lett. a).

²⁵⁷ FSMA, *Standards minimaux*, (nt. 253), 3 s. Infine, quali raccomandazioni aggiuntive non vincolanti, l'autorità belga suggerisce l'adozione di maggioranze rinforzate per l'appro-

Scelta opposta trovasi su quest'ultimo aspetto compiuta in Spagna nel ben diverso contesto motivazionale alla base del già richiamato *Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión*²⁵⁸. Esso, preoccupandosi di introdurre modalità attraverso cui le SPAC di diritto spagnolo possano efficacemente replicare i permissivi meccanismi di *redemption* tipici delle omologhe statunitensi²⁵⁹, tanto nel caso di previsione di un «derecho estatutario de separación» esercitabile «una vez que se anuncie la adquisición o fusión proyectada», tanto nel caso di emissione di «acciones rescatables»²⁶⁰, prevede che la *separación* e il *rescate* potranno rispettivamente esercitarsi e solleccitarsi «con independencia del sentido del voto del accionista en la junta correspondiente» e a prescindere dal fatto che i titolari di dette azioni «hayan votado o no a favor de la propuesta de adquisición»²⁶¹. Una soluzione, questa

vazione assembleare della *business combination*, nonché la previsione di clausole di *earn-out* (ivi, 6).

²⁵⁸ V. par. 4, nt. 164.

²⁵⁹ Le quali, di là dall'opportunità di evitare che i rimborsi azionari finiscano per condurre la società nel perimetro degli emittenti di *penny stock* [cfr. J.C. COATES, (nt. 10), 46], non sono naturalmente condizionate dal rispetto del composito novero di regole in Europa dettate a tutela del «capitale sociale». E non a caso, a diverse di queste regole ha per l'appunto deciso di derogare il legislatore spagnolo nel confezionare le soluzioni *ad hoc* di cui stiamo per dire nel testo e alle ntt. ss. Ad uno studio delle SPAC dirimpetto alle regole europee (e tedesche) in tema di formazione e conservazione del capitale sociale, è rivolta la monografia di D. GÜNTHER, (nt. 12), *passim*, cui dunque si rinvia.

²⁶⁰ In questo caso, il nuovo *Artículo 535-ter* della *Ley de Sociedades de Capital* pure consentirebbe che l'emissione avvenga in deroga agli *Artículos* 500 e 501, e quindi senza che la SPAC, benché società quotata, sia tenuta a rispettare il limite quantitativo massimo del 25% del capitale sociale altrimenti previsto per l'emissione di azioni di detta speciale categoria e neppure la condizione per cui il rimborso debba mantenersi nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, con conseguente applicazione, in mancanza, della disciplina in tema di riduzione reale del capitale sociale. A proposito di azioni «redimibili», è il caso anche di segnalare come, a livello europeo, l'ESMA abbia formulato un apposito quesito all'IFRS onde ottenere delucidazioni in merito alla corretta contabilizzazione, come *equity* ovvero come *debt*, delle azioni delle SPAC a fronte, appunto, dell'ampia facoltà di rimborso dei conferimenti che esse comunemente riconoscono agli investitori. V. ESMA, *Agenda Item Request: Classification of SPAC shares as equity or liability (IAS 32)*, 26 October 2021. Per analoghe questioni sorte rispetto agli US GAAP, cfr. J.C. COATES, (nt. 10), 46 ss. Sul problema generale, quanto alla nostra dottrina, v., di recente, M. DI SARLI, *L'incerta classificazione di alcune fattispecie azionarie nell'ambito del bilancio IAS/IFRS*, in *NDS*, 2018, 17 ss.

²⁶¹ In entrambi i casi, si dispone che il valore di rimborso delle azioni coinciderà col prezzo relativo all'offerta di sottoscrizione precedente l'ammissione alle negoziazioni, ovvero, laddove inferiore, alla corrispondente quota parte degli attivi liquidi dalla SPAC immobilizzati «en la cuenta transitoria» (così sempre il testo dell'art. *Artículo-535 ter*). La norma,

del *decoupling*, che non ha tuttavia trovato il parere favorevole della *Comisión Nacional del Mercado de Valores*²⁶², la quale, in attesa che il legislatore definisca questa e altre questioni di diritto societario implicate dal (lo scarno testo del) progetto pendente, s'è comunque da canto suo attivata per definire, secondo un approccio sostanzialmente fedele alle indicazioni nel frattempo pervenute dall'ESMA, i criteri di vigilanza da prendere in considerazione per la quotazione delle SPAC e per la loro successiva esistenza come società quotate sui mercati spagnoli²⁶³.

E di sicuro non sorprende che la dissociazione tra i poteri di voto e di disinvestimento pure sia praticabile – e che negli ultimi anni siasi in effetti difusasi – nell'ordinamento olandese²⁶⁴, il quale, proprio per l'ampia flessibilità

infine, prevede anche una terza ipotesi adottabile quale meccanismo di rimborso degli investitori, consentendo che la società s'impegni a realizzare una riduzione del capitale mediante riacquisto e annullamento di azioni proprie, anche qui (deve ritenersi) senza che trovino applicazione le norme generali in tema di *autocartera* di cui all'*Artículo 509*. Cfr. R. PALÁ LAGUNA, (nt. 164), 422 s.; I. FERNÁNDEZ TORRES, *Special Purpose Acquisition Company*, (nt. 162), 139 ss.

²⁶² V. *Comentarios del Comité consultivo de la CNMV. Anteproyecto de ley del mercado de valores y de los servicios de inversión*, 26 mayo 2021, 45.

²⁶³ V. CNMV, *Boletín*, Trimestre III, 2021, 48 ss., su cui cfr. C. DE FUENMAYOR, *Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*, Instituto de Estudios Financieros (26 noviembre 2021), reperibile in <https://www.iefweb.org>, 6 s. Ci si limita qui a segnalare come la CNMV avesse in tale occasione previsto il dovere della SPAC, al momento della fusione, di pubblicare un prospetto conforme al Reg. UE 2017/2019, salva la concreta ricorrenza di una delle ipotesi d'esenzione ex art. 1, parr. 4, lett. g) e 5, lett. f). In questi casi, tuttavia, la stessa CNMV avrebbe richiesto l'elaborazione di un documento d'esenzione in grado di offrire agli investitori un'informazione comparabile a quella di cui costoro avrebbero potuto disporre nell'ipotesi di «una salida a bolsa tradicional». Stando a quanto ora si apprende, parrebbe che nella versione dell'*Anteproyecto* da ultimo approvata dal Governo spagnolo si sia invece stabilito che sia in potere dell'autorità di richiedere in ogni caso la redazione del prospetto, indipendentemente dalle modalità con cui si realizzi la *business combination*. Cfr. EUROPAPRESS, *La CNMV podrá exigir folleto a todas las SPAC* (30 Junio 2022), reperibile in <https://www.europapress.es>. Da questo punto di vista, in effetti, le soluzioni vevolevoli nei singoli ordinamenti nazionali sono risultate, sinora, decisamente divergenti. Cfr. la rassegna dell'AFME, (nt. 250), 12 ss.; quanto all'Italia, v., ampiamente, P. DE BIASI, (nt. 1), 722 ss.; cui *adde*, per alcuni necessari aggiornamenti, E. BELLINI, *Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*, in *RDS*, 2019, 851 ss., spec. 863 ss.; G. VENEZIANO, D. MINNITI, *Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto* (aprile 2021), reperibile in <https://www.dirittobancario.it>.

²⁶⁴ Cfr. H.M. VAN KESSEL, D.J. LEMSTRA, (nt. 162), 804; AFME, (nt. 250), 20; J. KALISVAART, *Redemption rights at SPACs* (June 28, 2021), reperibile in <https://www.gtlaw.com>.

del suo diritto societario, è da più parti considerato quello che meglio ha sinora permesso all'autonomia privata di replicare il modello della SPAC statunitense in Europa²⁶⁵. Un po' più sorprendente è, invece, che l'adozione della medesima soluzione sia stata, tanto in sede divulgativa, quanto in sede scientifica, da alcune voci di recente suggerita pure agli altri legislatori europei, compreso l'italiano²⁶⁶.

Sempre nella prospettiva di operare una ricognizione dei termini del dibattito di *policy-making* in corso a livello globale, si impone qui di segnalare brevemente come, nel nostro ordinamento, attenzione sia stata alle SPAC dedicata in un recente *Libro verde* del MEF, in cui, richiamandosi alcune delle iniziative intraprese altrove, si indicano, pur senza specificarle in dettaglio, alcune possibili azioni di riforma del diritto delle società e dei mercati pensate per favorire ulteriormente la diffusione di tali veicoli e, per questa via, adeguatamente incentivare la quotazione "indiretta" delle nostre PMI-*"growth"*²⁶⁷. Di

²⁶⁵ Bisogna anche considerare che le SPAC olandesi di più recente costituzione hanno per lo più assunto – e trattasi, a nostra conoscenza, dell'unico contesto in cui ciò è avvenuto – non già la forma della s.p.a. (*Naamloze vennootschap*), bensì quella della s.r.l. quotata (*Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*), ciò che conferisce libertà ancora maggiori, per essa vigendo, p. es., meno rigorosi obblighi di comunicazione al mercato, maggiore flessibilità nelle soluzioni di *governance* e meno stringenti limiti in punto di rimborsabilità del capitale. Oltre ai riff. di cui alla nt. prec., cfr. anche EUMEDION, *Special Purpose Acquisition Companies ("SPACs")*, Position Statement, December 2021, 3 s. E, se si esclude l'indicazione di doversi ritenere, almeno sino al completamento della *business combination*, gli strumenti finanziari emessi dalle SPAC inadeguati per la gran parte degli investitori *retail*, nessun condizionamento di tipo strutturale neppure discende dall'approccio di vigilanza, anzi alquanto "liberal", adottato dalla *Stichting Autoriteit Financiële Markten*. Cfr., da ultimo, AFM, *The Dutch SPAC market: an overview*, January 2022.

²⁶⁶ Così D. D'ALVIA, *Come guidare la SPAC Revolution in Italia*, in *Norme&Tributi Plus*, 30 ottobre 2020; ID., (nt. 23), 126.

²⁶⁷ Cfr. MEF, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, febbraio 2022, 7, 32. In precedenza, era stato il MISE ad individuare, tra una serie di misure allora pensate per "rivitalizzare" i nostri mercati azionari, l'opportunità di «agevolare la costituzione di SPAC [...] per dare a un maggior numero di imprese accesso indiretto alla quotazione, intervenendo ad esempio sulla disciplina sul diritto di recesso» (MISE, *Destinazione Italia*, 12 dicembre 2013, 25). In quell'occasione, fu poi il d.l. 91/2014 ad intervenire in modifica delle previsioni riguardanti i criteri di determinazione del valore di rimborso delle azioni *ex art. 2437-ter c.c.* (anche) al fine di concedere alle SPAC quotate in un mercato regolamentato la possibilità di non sottostare all'esclusività del criterio della media aritmetica dei prezzi di chiusura, criterio invero capace di restituire un risultato difforme dalla quantità di liquidità segregata nel conto vincolato (medesimo problema non sussisteva per le SPAC quotate su AIM, trattandosi di un MTF). Cfr. F. GARRAMONE, (nt. 127), 147 s.; P. PISCITELLO, "Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015, 862.

là da questo intento programmatico, se si guarda ai regolamenti di Borsa Italiana, ci si avvede di come, diversamente da quanto avvenuto in molti altri contesti, negli ultimi due anni essi non siano stati interessati da grandi cambiamenti per ciò che riguarda i requisiti di quotazione delle SPAC²⁶⁸. Nondimeno, si è colta l'occasione «per standardizzare un elemento fondante della prassi delle SPAC, prevedendo espressamente che l'investimento sia sottoposto all'approvazione dell'assemblea dei soci»²⁶⁹, nonché per confermare l'importanza della stessa decisione dei soci e del recesso dei dissenzienti con riguardo all'eventuale proroga del termine di durata²⁷⁰. Previsioni che, dun-

²⁶⁸ Rimandiamo, per una compiuta rassegna, a G. TASCA, L. GIACOMETTI, (nt. 18), 138 ss.; F. GARRAMONE, (nt. 127), 151 ss.; A. SACCO GINEVRI, G.F. PEZZULLO, *Appunti sulle "Special Purpose Acquisition Companies" ("SPAC")* (giugno 2018), reperibile in <https://www.diritto bancario.it>, 5 s.; F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, M.L. PASSADOR, (nt. 4); A. PAOLETTI, (nt. 155), 1153 ss.

²⁶⁹ Così Borsa Italiana, *Avviso n. 24579 e Avviso n. 24575*, entrambi del 19 luglio 2021 e rispettivamente riguardanti modifiche in tal senso apportate al *Regolamento Mercati* e al *Regolamento Emittenti AIM*, nessuno dei quali, nelle versioni precedenti, espressamente "codificava" questo aspetto (v. ora gli artt. 2.2.36, comma 1, *Regolamento Mercati* e 8, par. 1, *Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan*). Circa tale "approvazione" dell'operazione rilevante da parte dell'assemblea, parte della nostra dottrina ha ritenuto che, caduta con la riforma societaria la possibilità che gli amministratori rimettano all'assemblea la decisione circa il compimento di determinate operazioni gestorie, la soluzione non possa che esser quella di un'apposita previsione statutaria che contempra l'intervento autorizzatorio dell'organo dei soci (art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.), soluzione ritenuta comunque soddisfacente perché pur sempre coinvolgente, come il modello SPAC appunto richiede, il preventivo consenso degli azionisti, senza che assuma rilievo l'ulteriore circostanza per cui, in dette ipotesi, il deliberato dell'organo dei soci non avrebbe in realtà immediata valenza decisoria [cfr. V. DONATIVI, P. CIRIGLIANO, (nt. 162), 20]. Tuttavia, come già in altra sede abbiamo sostenuto, una decisione in senso pieno dei soci potrebbe per vero rendersi necessaria *sub specie* di modifica dell'oggetto sociale, essendo quello delle SPAC talmente circoscritto (= mera ricerca del possibile oggetto dell'investimento) che, in pratica, quale che sia la specie d'operazione acquisitiva da compiere, essa comporterebbe una "sostanziale modificazione" del c.d. rischio organizzativo, come tale rilevante ai sensi dell'art. 2361 c.c. e per l'appunto necessitante della previa attivazione del potere emendativo dei soci in quanto atto esulante dalla riserva di esclusiva competenza gestoria *ex art. 2380-bis*. Cfr. G. ROMANO, *The Special Purpose*, (nt. 26); e v. pure A. PAOLETTI, (nt. 155), 1158 s.

²⁷⁰ Per ciò che in particolare concerne la quotazione sul MIV, si è proceduto ad eliminare il precedente requisito che ammetteva una delibera di proroga del termine di durata massima della SPAC, fissato in 36 mesi, solamente a fronte della comprovata esigenza di concludere trattative già in atto. Ora ciò non è appunto più necessario, richiedendosi, tuttavia, che lo statuto non escluda il diritto di recesso dei soci che non abbiano concorso all'approvazione della delibera di proroga (*Regolamento Mercati*, art. 2.2.36, comma 3). A sua volta, il *Regolamento Emittenti Euronext Growth* esige che la SPAC debba dare sostanziale attuazione alla

que, indirettamente confermano l'importanza che sui mercati mobiliari italiani continua a riconoscersi alla genuinità delle regole di formazione del consenso (e di espressione del dissenso) nelle SPAC, e rispetto alle quali la proposta di rendere possibile la dissociazione tra voto e recesso, oltre ovviamente a richiedere apposito intervento della legge, verrebbe a porsi in evidente controtendenza²⁷¹.

Per giunta, trattasi di posizione pure contraria a quella che sembra da ultimo guadagnare terreno in seno alla più matura riflessione scientifica statunitense, la quale, come abbiamo avuto modo di constatare, invoca anzi un deciso intervento di segno opposto, nella consapevolezza, in particolare, che il problema dello scarso allineamento tra gli interessi degli *sponsor*-gestori e quelli dei soci non possa esser efficacemente affrontato attraverso meccanismi di mero riequilibrio informativo allorquando le categorie di investitori da assumersi a realistici "consumatori" della *disclosure*, vale a dire i più sofisticati investitori istituzionali, siano invero portatori di incentivi per lo più allineati a quelli degli stessi *sponsor*-gestori, occorrendo allora intervenire *strutturalmente* affinché sia ricomposta l'eccessiva parcellizzazione tra gli interessi riferibili alle varie categorie di azionisti²⁷², ciò di cui la dissociazione tra voto e recesso costituisce, al contrario, formale suggello, in certo senso rappresentando la definitiva consacrazione a livello corporativo del *decoupling* già esistente a livello economico-sostanziale tra le funzioni di

propria politica d'investimento sempre entro 36 mesi dall'ammissione, occorrendo, in caso contrario, ottenere l'approvazione da parte dei soci alla prima assemblea utile e, in seguito, ogni anno fino a quando a tale attuazione non s'addivenga (*Regolamento Emittenti*, art. 8, par. 6).

²⁷¹ Pur dovendosi poi invero ricordare che tra SPAC quotate sul MIV e quelle quotate su *Euronext Growth* corre innanzitutto la differenza derivante dal fatto che il primo è un segmento di mercato regolamentato riservato agli investitori professionali, mentre il secondo è un MTF in cui gli investitori *retail* sono ammessi a partecipare solo *post-IPO*, con tutto ciò che questo può voler dire in merito all'effettiva necessità di garantire l'allineamento tra gli interessi delle diverse categorie d'investitori al momento della identificazione della *target* e del conseguente esercizio delle prerogative sociali per ciò che concerne la realizzazione della *business combination*. Cfr., a tal proposito, gli spunti di S. LOMBARDO, (nt. 61), 44.

²⁷² Cfr. U.R. RODRIGUES, M. STEGEMOLLER, (nt. 223), 39 ss.; L. KURGANOVA, (nt. 223), 61 s. Nella nostra dottrina, il problema se l'intervento sulla SPAC possa «limitarsi alla *disclosure* quale soluzione tipica della moderna *securities regulation*, oppure [debba] andare ad incidere materialmente sugli aspetti di diritto societario», è sollevato da S. LOMBARDO, (nt. 61), 44; nella letteratura spagnola, cfr., da ultimo, I. FERNÁNDEZ TORRES, *SPACs: ¿Es oro todo lo que reluce?*, in *Diálogos Jurídicos*, 2022, 133 ss., spec. 141 ss.

pay-off riferibili ai molteplici strumenti finanziari che la SPAC comunemente emette²⁷³.

7. *Il possibile ruolo del diritto societario e, in particolare, dei doveri fiduciari degli amministratori: cenni e rinvio.*

Nell'ambito di tutte queste discussioni, separata menzione merita, infine, l'ulteriore e altrettanto recente opinione secondo cui sarà piuttosto il diritto societario generale, alcune delle cui fondamentali norme le SPAC avrebbero sino ad oggi deliberatamente disatteso, a rappresentare la forza realmente in grado di imporre un più effettivo riequilibrio *ab intrinseco* del modello, come del resto già testimonierebbero i primi scrutini giudiziari condotti attraverso la lente dei doveri fiduciari degli amministratori e, segnatamente, tramite il *duty of loyalty*. In questa diversa visuale, dunque, viene fondamentalmente suggerito che legislatori e autorità di vigilanza s'astengano dal dettare specifiche regole *esterne* sulle SPAC prima che la giurisprudenza societaria abbia avuto modo di chiarire l'esatta portata imperativa di quelle *interne* alla stessa *corporate entity*, e dunque riferibili al "tipo" di cui il "modello-SPAC" s'avvale²⁷⁴.

²⁷³ Cfr. H. SPAMANN, H. GUO, (nt. 220), 7 s. Potrebbe in effetti sostenersi che, mercé la propria struttura finanziaria e di *governance*, la SPAC interiorizzi sul piano sociale situazioni di conflitto o comunque di disallineamento d'interessi, quali quelle appunto associabili a fenomeni di "empty voting", le quali, *record date* a parte, solitamente trovano fonte in elementi invece esterni rispetto all'organizzazione dell'emittente, per lo più realizzandosi tramite ricorso al mercato dei derivati finanziari. Cfr. C. FORD, C. LIAO, *Power Without Property, Still: Unger, Berle, and the Derivatives Revolution*, in 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, 889 ss., 897 ss.; A. SCANO, *Conflict of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *Riv. soc.*, 2013, 163 ss.; G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto. Il fenomeno dell'empty voting nella prospettiva delle società quotate*, Milano, Egea, 2017, *passim* e spec. 108 ss. per ciò che riguarda la capacità delle tecniche di "svuotamento" del voto ad incidere sul processo decisionale dell'assemblea quale tecnica di definizione di un unitario "interesse comune" dei soci.

²⁷⁴ È, questa, la posizione di M. MYERS, (nt. 200), 58 ss.; in precedenza, sul problema del possibile conflitto d'interessi degli *empty voters* e sulla possibilità d'affrontarlo attraverso lo strumentario dei doveri fiduciari, v., in generale, anche A. ZANONI, *Hedge Funds' Empty Voting In Mergers And Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective*, in 9 *Global Jurist*, 2009, 1 ss., spec. 23 ss. Da canto suo, S. KELEHER, (nt. 222), 369 s., ritiene invece opportuno che sia il legislatore a intervenire per specificare il contenuto dei *fiduciary duty* gravanti sugli *sponsor*-gestori delle SPAC, tenendo adeguatamente conto delle peculiarità della fattispecie.

Richiamando quanto già osservato in conclusione del precedente par. 5.4, parrebbe dunque palesarsi l'esistenza d'uno strisciante contrasto in merito a quale debba essere il sistema di principi giuridici chiamato a governare il complesso modo d'essere della SPAC ("contratto" vs "fiducia"). Infatti, ad una concezione secondo cui l'autonomia privata, in quanto ormai ammessa a destrutturare, in virtù dell'abbandono del principio di tipicità del contenuto della partecipazione al capitale di rischio, la conformazione in senso funzionalmente unitario degli interessi riferibili alle diverse – e difatti diversamente inclinate – categorie dei coinvolgibili soci-investitori, dovrebbe parimenti essere liberata dalle costrizioni di un *monotono* dovere di lealtà societaria come tale non più in grado d'adattarsi alla complessa realtà delle cose²⁷⁵; se ne oppongono altre che, difendendo ad oltranza l'inderogabilità per via negoziale dei principi chiamati a vagliare i comportamenti dei titolari del potere d'impresa, nei doveri fiduciari continuano invece a scorgere il miglior meccanismo di contenimento delle altrimenti ingovernabili esuberanze proprie dell'attività di *private bargaining* attorno alla partecipazione al capitale dell'impresa²⁷⁶.

²⁷⁵ Si potrebbe in effetti ritenere che l'investitore, acquistando le azioni della SPAC sul mercato, abbia trasparentemente aderito ad un contratto che, riconoscendogli determinati poteri di autotutela, segnatamente il diritto di voto e di riscatto del capitale, contempla un'implicita clausola di deroga ad ogni forma di tutela fiduciaria nei confronti dell'operato dei gestori, quest'ultimi anzi fatti titolari, in forza del medesimo contratto, di un interesse proprio equiordinato a quello dei soci. Il problema emerge chiaramente dall'analisi comparatistica, p. es. in alcune considerazioni di recente sviluppate in seno alla dottrina spagnola, allorché questa suggerisce l'assunzione di un «compromiso por parte de los socios fundadores de actuar en interés de la sociedad y de promover [...] las mejores ofertas de adquisición» [I. FERNÁNDEZ TORRES, (nt. 162), 136]. È evidente, tuttavia, come il dovere di concludere il "migliore affare" a quel momento disponibile sul mercato delle acquisizioni societarie non equivalga affatto a fare il "migliore interesse" dei soci-investitori, che potrebbero invece preferire la liquidazione della SPAC (v. par. 5.3). Parimenti vero è, d'altro canto, che non esercitando il potere di recupero del capitale, l'azionista della SPAC starebbe implicitamente aderendo ad un'operazione d'investimento la cui finalizzazione, per il gestore, equivale a titolo giustificativo del compenso che, per tale eventualità, lo stesso investitore s'era impegnato a corrispondergli. Insomma, si tratta di capire se il "migliore interesse dei soci" debba trovare traduzione, in una corrispondente regola di comportamento, quale imperativo relativo ovvero assoluto. Nel primo caso, esso andrebbe conciliato con il diverso interesse dei gestori secondo una regola di temperamento tipica dei rapporti di scambio (essenzialmente, la buona fede); nel secondo caso, invece, esso seguirebbe ad esigere l'applicazione di una regola di piena subordinazione tipica dei rapporti fiduciari (cioè, l'incondizionata lealtà del mandatario al superiore interesse del mandante).

²⁷⁶ Cfr. ancora M. MYERS, (nt. 200), 50 ss.; e v., per alcune riflessioni d'ordine generale su tali questioni, nella nostra dottrina, U. TOMBARI, (nt. 29), 1099 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico*, **, (nt. 65), 1262 ss.

A questo tema, però, è qui possibile solo accennare, dal momento che la sua olistica trattazione postula una più attenta indagine della logica economica del rapporto che il modello della SPAC mira ad instaurare tra soci e gestori, così come pure dei congegni giuridici e dei meccanismi istituzionali – formali e informali – che, operando in un dato contesto ordinamentale, di un tale rapporto concorrono a definire l’effettivo governo. Descritti e analizzati in questa sede struttura e funzionamento della SPAC, e individuati i principali profili di sua problematicità, si tratta di approfondimenti che, come già più volte chiarito, ci ripromettiamo di svolgere quanto prima.

Prime riflessioni sul rapporto tra *NFT* e proprietà intellettuale

A first glance at the relationship between NFTs and intellectual property

Nicolò Muciaccia, Susanna Lopopolo *

ABSTRACT:

Il contributo sviluppa alcune riflessioni iniziali sulle problematiche poste dagli *NFT* nella prospettiva del diritto d'autore.

In una prima parte vengono individuate e descritte le fattispecie di *NFT* attualmente esistenti distinte in ragione dei diversi usi a cui sono destinate. Gli autori indagano i modi in cui queste nuove tecnologie sviluppate su *blockchain* possano impattare sui meccanismi di gestione del diritto d'autore, tenendo conto tanto degli aspetti di *Law and Economics* quanto del diritto positivo. Proseguono sviluppando l'idea che gli *NFT* non dovrebbero essere trattati in modo unitario, poiché a diverse modalità di utilizzo corrispondono diverse fattispecie giuridiche e, quindi, diverse discipline.

Nell'ultima parte vengono affrontate le questioni inerenti al rapporto tra *NFT* e opere dell'ingegno ad esemplare unico, all'applicabilità del diritto di seguito e quella del principio dell'esaurimento «digitale».

The paper contains some initial reflections on the issues posed by the emerging technology of NFTs and their relationship with Copyright.

In the first part, existing and currently widespread cases in reality are identified and described because of the different uses that can be made of NFTs. The authors investigate the changes that the diffusion of these new technologies developed on blockchain may bring in the mechanisms of copyright management, having regard as much to Law and Economics aspects as to positive law. They go on to develop the basic idea that these new cases should be legally treated in a non-unitary way, since different ways of use correspond to different conformations and, therefore, different rules of discipline.

* Nicolò Muciaccia è ricercatore a tempo determinato di diritto commerciale, Università degli Studi di Bari Aldo Moro; e-mail: nicolo.muciaccia@uniba.it; Susanna Lopopolo è assegnista di ricerca in diritto commerciale, Università degli Studi di Bari Aldo Moro; e-mail: susanna.lopopolo@uniba.it. Nonostante lo scritto sia frutto di riflessioni comuni, i parr. 1, 2.1., 3, 4 e 5 sono stati redatti da Nicolò Muciaccia; i parr. 2, 6 e 7 da Susanna Lopopolo; il par. 8 da entrambi gli autori.

Thus, in the last part they deal with the relationship between NFTs and one-off intellectual works, the resale right and the principle of «digital» exhaustion.

SOMMARIO:

1. Introduzione: le nuove fattispecie della realtà tecnologica. – 2. *Blockchain, Non-Fungible Token (NFT)* e *smart contract*: i caratteri della fattispecie. – 2.1. Tassonomia e qualificazione giuridica degli *NFT* in ragione dei loro utilizzi. – 3. *Disruptive technologies* e liberalizzazione nella gestione dei diritti *IP*. – 4. *Blockchain* e regole di allocazione dei diritti patrimoniali d'autore. – 5. *NFT* e opere ad esemplare unico. – 6. *NFT* e diritto di seguito. – 7. *NFT* tra distribuzione e principio dell'esaurimento (digitale). – 8. Conclusioni.

1. *Introduzione: le nuove fattispecie della realtà tecnologica.*

Nell'era della «quarta rivoluzione industriale»¹ e sulla scia degli effetti provocati dalla pandemia², la WIPO ha ben evidenziato come la nascita della *blockchain*³ si fondi su, e contribuisca al contempo ad alimentare, un nuovo

¹ A sostenere che l'affermarsi delle *disruptive technologies* abbia portato alla «quarta rivoluzione industriale» è, tra gli altri, la WIPO nel recente *white paper* su *Blockchain technologies and IP ecosystems*, 2022, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.wipo.int/export/sites/www/cws/en/pdf/blockchain-for-ip-ecosystem-whitepaper.pdf>.

² La crisi innescata dal Covid-19 ha costretto imprese e organizzazioni, piccole e grandi, ad accelerare la propria trasformazione digitale, consentendo la prosecuzione delle proprie attività in una situazione eccezionale che ha cambiato le abitudini del pubblico in generale, e dei consumatori in particolare. Il mondo è diventato rapidamente digitale e le imprese devono adattarsi a questo nuovo scenario in cui i canali di comunicazione sono ora diversi da quelli utilizzati dall'industria e dai cittadini all'inizio del 2020. Le *disruptive technologies* della «quarta rivoluzione industriale» stanno svolgendo un ruolo chiave nel supportare la risposta al Covid-19 e gli sforzi di ripresa nei mercati emergenti, aprendo nuove opportunità per un'adozione accelerata delle tecnologie *blockchain*.

³ Se non permangono dubbi sulla capacità della *blockchain* e, più in generale dei sistemi di *DLT* (*distributed ledger technologies*), di impattare radicalmente sul mondo della finanza (e si parla di *FinTech*), della regolamentazione (*RegTech*) e dei servizi assicurativi (*InsureTech*), nonché del diritto societario (*CorpTech*) e ambientale (*ClimateTech*), si appuntano non poche perplessità sugli effetti del loro utilizzo nel campo del diritto industriale. La letteratura in materia è oramai sterminata; si vedano per tutti, nel panorama nazionale, la prima e la seconda edizione dei volumi curati da M.-T. PARACAMPO, *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli, rispettivamente del 2017 (volume unico), del 2019 (vol. II) e del 2021 (vol. I); *FinTech: diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. LENER, Roma, I Quaderni di Minerva Bancaria, 2018; *FinTech*, a cura di F. FIMMA-

sistema che consente a soggetti che non si fidano l'uno dell'altro⁴ di mantenere un consenso sull'esistenza, lo stato, i tempi e l'evoluzione di una serie di eventi condivisi⁵. Le applicazioni *blockchain* possono creare un *record* immutabile di transazioni, connesso ai partecipanti, che non dà luogo a opportunità di frode, date le caratteristiche della tecnologia su cui si basa il *record*. La possibile sfiducia tra i partecipanti viene risolta attraverso l'esistenza di una rete globale di *computer*, caratterizzata da nodi che validano consensualmente tutte le transazioni che avvengono su questa rete e quindi gestiscono il *database* distribuito – in tal senso si parla di «decentralizzazione».

La principale differenza rispetto agli strumenti attualmente diffusi sta nel fatto che questi comportano solitamente un costo operativo più elevato a causa dei sistemi di sicurezza che utilizzano e non è garantito che vengano eseguiti in modo altrettanto efficiente su sistemi remoti, creando rischi di conflitto o contenzioso. Di contro, la *blockchain* fornisce un sistema sicuro e resiliente, relativamente economico e flessibile, che consente di costruire applicazioni collegate in tempo reale e maggiormente dinamiche.

I *database blockchain* sono, peraltro, inalterabili a causa della loro natura crittografica e decentralizzata: per un verso, le informazioni in essi archiviate sono distribuite in più nodi che ne contengono una copia aggiornata; per altro,

NÒ, G. FALCONE, Napoli, ESI, 2019; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione*. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility, in *Riv. soc.*, 2020, 1326 ss., e in particolar modo IID., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla CorpTech*, Bologna, Il Mulino, 2021; *Diritto del FinTech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI Milano, Cedam, 2020; *Banche, intermediari e FinTech*, a cura di G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021; *FinTech, Smart Technologies e governance dei mercati. L'impatto del digitale sul settore bancario, finanziario e sulla regolazione pubblica*, a cura di A. NUZZO, Roma, Luiss University Press, 2022; *ex plurimis*, sul fronte straniero, D.W. ARNER, J. BARBERIS, R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation*, in *Northwestern J. Int. L. & B.*, 2017, 371 ss.; D. ANSARI, F. HOLZ, H.B. TOSUN, *Global Future of Energy, Climate, and Policy: Qualitative and Quantitative Foresight Towards 2055*, in *DIW Berlin Discussion Paper No. 1782*, 2019, 1 ss.; L. ENRIQUES, D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, *Law ECGI Working Paper N° 457/2019*, 2020, 1 ss.; K.T. LIAW (ed.), *The Routledge Handbook of FinTech*, Oxon-New York, 2021. Si comincia altresì a parlare di *DeFi* (*Decentralized Finance*); cfr. L. ANKER, SØRENSEN, D.A. ZETZSCHE, *From Centralized to Decentralized Finance – The Issue of “Fake-DeFi”*, 2021, 1 ss., reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3978815.

⁴K. WERBACH, *Trust, But Verify: Why the Blockchain Needs Law*, in *Berkeley Technology Law Journal*, 2018, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2844409, parla di «*trustless trust*».

⁵WIPO, (nt. 1), 14.

sono protette da sistemi crittografici. Strutturalmente, un *database blockchain* è organizzato in blocchi di transazioni matematicamente correlati tra loro in modo concatenato, sì che la modifica di un blocco sarebbe impossibile, generando una discrepanza nel sistema rispetto al resto dei blocchi tale da invalidare la transazione. I partecipanti a una *blockchain* non si autenticano tramite una sessione utente (cioè effettuando il *login* con *username* e *password*, come nei sistemi tradizionali), ma utilizzano coppie di chiavi private di firma (anch'esse correlate crittograficamente), generate automaticamente. Queste chiavi forniscono l'accesso per modificare gli *asset* «di proprietà del firmatario» nel *database* del libro mastro, consentendo ad uno *smart contract* e al «consenso di rete» di verificare la validità di una transazione effettuata all'interno della rete stessa⁶.

In ultima analisi, la *blockchain* consente agli utenti di mantenere e controllare l'uso dei propri dati – come dati personali, contenuti e transazioni –, assicurando che queste informazioni non possano essere alterate, copiate o altrimenti manipolate durante la trasmissione. Inoltre, tramite gli *smart contract* gli utenti possono ricevere *token* (cioè «gettoni»), che rappresentano un certo valore o il diritto di utilizzare un servizio/*asset* come concordato nel contratto.

E dunque, facendo un passo indietro, ci si può qui limitare a constatare come i *token* in essa incastonati possano rappresentare non solo monete virtuali (e quindi «strumenti di pagamento» non aventi, come noto e se non altro al momento, corso legale nel nostro ordinamento⁷), ma anche «titoli» che abilitano a ricevere una prestazione (patrimoniale⁸, di *facere*, materiale o immate-

⁶ WIPO, (nt. 1), 14 ss.

⁷ Altresì noti come *payment token* o *crypto-currency* (si pensi a *Bitcoin*, *Litecoin*, *Ether* e a ciò che sono stati *Libra* e *Diem*); sono funzionalmente paragonabili alla moneta, nel senso che sono caratterizzati dalla medesima attitudine solutoria. Nota E. RULLI, *Incorporazione senza res e dematerializzazione senza accentratore: appunti sui token*, in questa *Rivista*, 2019, 121 ss., spec. 131 ss. come un'altra loro caratteristica ricorrente sia quella di non conferire al proprio detentore alcun diritto nei confronti dell'emittente. «L'emittente, nel caso delle criptomonete, può anche sfumare sino a scomparire (ma meglio sembra ritenere che esista in una forma diffusa o decentrata, sconosciuta all'ordinamento, salva la riconduzione alla categoria della società di fatto)».

⁸ E si parlerà allora di *token* di investimento, *asset token* o *security token*. Cfr. ancora E. RULLI, (nt. 7), 131 ss.; L. FERRAIS, *Le Initial Coin Offerings: fattispecie in cerca d'autore*, in *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 3), II, 269 ss., spec. 274 ss. F. ANNUNZIATA, A. CONSO, *NFT – L'arte e il suo doppio. Non fungible token: l'importanza delle regole, oltre i confini dell'arte*, Milano, Montabone Editore, 2021, 19 ss.; C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, 5 ss.

riale), un servizio o altra utilità, o anche all'attribuzione di diritti amministrativi (ad esempio il diritto di voto). Oltre, dunque – e per quanto d'interesse – a poter «incorporare» la posizione di un soggetto, il loro titolare, nei confronti di un altro soggetto a fronte di un'operazione di investimento, i *token* potrebbero rappresentare lo strumento attraverso cui introdurre nei sistemi di *DLT*, e perciò nel mondo digitale, il concetto di scarsità: si parlerà, allora, di *Non-Fungible Token* o *NFT*.

Sebbene cominci da più parti a destarsi un certo interesse per gli *NFT*⁹, anche e soprattutto in ragione della recente detonante diffusione che hanno avuto nel campo dell'arte e della loro capacità di mobilitare ingenti flussi finanziari¹⁰, il dibattito è ancora acerbo e restano appannate questioni fondamentali che vanno dalla determinazione della loro natura giuridica, ai potenziali utilizzi e alla disciplina applicabile.

Per esemplificare alcune fattispecie di *NFT* attualmente in uso – e rinviando ai paragrafi seguenti per una più dettagliata descrizione delle diverse fattispecie –, vi sono quelli atti a sostituire i certificati di autenticità¹¹ che accom-

⁹ Gli stati membri della *WIPO* hanno istituito la *Blockchain Task Force* nell'ambito del *Committee on WIPO Standards (CWS)* nella sua sesta sessione, tenutasi nel 2018, con il seguente mandato: *i*) esplorare la possibilità di utilizzare le tecnologie *blockchain* nelle procedure per il riconoscimento della protezione dei diritti *IP*, oltre che per raccogliere e studiare informazioni sulle creazioni oggetto di *IP* e sui loro utilizzi; *ii*) raccogliere informazioni sugli sviluppi dell'*IP Office (IPO)* in merito all'uso e all'esperienza con la *blockchain*, e valutare gli attuali *standard* di settore sulla *blockchain* considerandone meriti potenziale applicabilità agli *IP Office*; *iii*) sviluppare modelli di riferimento per l'uso delle tecnologie *blockchain* nel campo della proprietà industriale, inclusi principi guida, pratiche comuni e uso della terminologia come struttura a sostegno della collaborazione, progetti congiunti e *proof of concept*; e *iv*) preparare una proposta per un nuovo *standard* dell'OMPI a sostegno della potenziale applicazione delle tecnologie *blockchain* all'interno degli ecosistemi *IP*.

¹⁰ È ormai notissimo che l'11 marzo 2021 la casa d'aste Christie's ha battuto a 69.346.250 di dollari l'opera, completamente digitale, «*Everydays: The First 5000 Days*» dell'artista Beeple. Più di recente, l'*NFT CryptoPunk #5822* è stato venduto a 8.000 *Ethereum (ETH)*, l'equivalente di 23,3 milioni di dollari a Deepak Thapliyal, CEO di *Chain*. Per questi e altri esempi cfr. da ultimi B. BODÓ-A. GIANNOPOULOU-P. MEZEI-J.P. QUINTAIS, *The Rise of NFTs: These Aren't the Droids You're Looking For*, in *Europ. I.P. L. Rev.*, 2022, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4000423.

¹¹ *Ex art. 64 d.lgs. 22 gennaio 2004, n. 42* («Codice dei beni culturali e del paesaggio»), rubricato «Attestati di autenticità e di provenienza», il quale dispone che: «Chiunque esercita l'attività di vendita al pubblico, di esposizione a fini di commercio o di intermediazione finalizzata alla vendita di opere di pittura, di scultura, di grafica ovvero di oggetti d'antichità o di interesse storico od archeologico, o comunque abitualmente vende le opere o gli oggetti medesimi, ha l'obbligo di consegnare all'acquirente la documentazione che ne attesti l'autenticità o almeno la probabile attribuzione e la provenienza delle opere medesime; ovvero,

pagnano dipinti o sculture, ma anche quelli che incorporano digitalmente diritti su opere d'arte, che siano create su supporto materiale¹² o «native digitali»¹³. Ciò implica che una creazione intellettuale, sia essa un dipinto, una canzone o un'opera audiovisiva, potrà (ma in verità già può) essere direttamente incorporata in un *token*, e così, in altre parole, utilizzare il *token* come supporto natio¹⁴.

Sulla scorta delle cennate premesse, la presente ricerca si pone l'obiettivo di fornire un contributo allo studio degli *NFT* nella prospettiva della proprietà intellettuale¹⁵, sì da verificare la tenuta delle categorie giuridiche note e, al

in mancanza, di rilasciare, con le modalità previste dalle disposizioni legislative e regolamentari in materia di documentazione amministrativa, una dichiarazione recante tutte le informazioni disponibili sull'autenticità o la probabile attribuzione e la provenienza. Tale dichiarazione, ove possibile in relazione alla natura dell'opera o dell'oggetto, è apposta su copia fotografica degli stessi».

¹² Tra gli ormai molti, merita di essere citato il caso del «Tondo Doni», sul quale cfr. <https://www.ilsole24ore.com/art/gli-uffizi-sdoganano-tondo-doni-versione-nft-AEuiMFK>.

¹³ Si rinvia alle opere citate *supra*, nt. 10.

¹⁴ Sul punto ci si soffermerà in seguito, *infra* par. 5, ma in tema di «supporto» dell'opera si possono già richiamare F. BENATTI, *Il supporto dell'opera tra fissazione e creazione*, in *AIDA*, 2019, 398 ss.; EAD., *Diritto d'autore e supporto dell'opera*, Torino, Giappichelli, 2020; nonché P. SPADA, *La proprietà intellettuale nelle reti telematiche*, in *Riv. dir. civ.*, 1998, 635 ss.; R. ROMANO, *L'opera e l'esemplare nel diritto della proprietà intellettuale*, Padova, Cedam, 2001; P. GALLI, *sub art. 1 I.a.*, in *Commentario breve alle leggi sulla proprietà intellettuale e concorrenza*⁷, diretto da L.C. UBERTAZZI, Milano, Cedam, 2019, 1636 ss., spec. 1641.

¹⁵ L'argomento è ormai all'attenzione delle istituzioni comunitarie e internazionali, come dimostra il recentissimo e già citato *Blockchain White Paper for IP ecosystem* della WIPO, 2022. In dottrina cfr. T.W. BELL, *Copyrights, Privacy, and the Blockchain*, in *Ohio Northern University L. Rev.*, 2016, 439 ss.; J. PONS, *Blockchains and smart contracts in the culture and entertainment business*, in *Annales des Mines-Réalités Industrielles*, 2017, 1 ss.; C. WAGNIER, *Blockchains et smart contracts: premiers retours d'expérience dans l'industrie musicale*, in *Annales des Mines-Réalités Industrielles*, 2017, 46 ss.; B. BODÓ, D. GERVAIS, J.P. QUINTAIS, *Blockchain and smart contracts: the missing link in copyright licensing?*, in *Int. J. Law & Inf. Techn.*, 2018, 311 ss.; A. TRESISE, J. GOLDENFEIN, D. HUNTER, *What Blockchain Can and Can't Do for Copyright*, in *AIPJ*, 2018, 144 ss.; A. SAVELYEV, *Copyright in the Blockchain Era: Promises and Challenges*, in *Comput. Law Secur. Rev.*, 2018, 557 ss.; M. FINCK, V. MOSCON, *Copyright Law on Blockchains: Between New Forms of Rights Administration and Digital Rights Management 2.0.*, in *Int. Rev. Intell. Prop. & Comp. L.*, 2018, 77 ss.; M. KIEMLE, *Blockchain and Copyright Issues*, in *4iP Council*, 2019; T.N.L. TAM, *Music Copyright Management on Blockchain: Advantages and Challenges*, in *Alb. L.J. Sci. & Tech.*, 2019, 202 ss.; K. YEUNG, *Regulation by Blockchain: The Emerging Battle for Supremacy between the Code of Law and Code as Law*, in *The Modern Law Review*, 2019, 207 ss., disponibile su SSRN; G. FREZZA, *Blockchain, autenticazioni e arte contemporanea*, in *Dir. Fam. Pers.*, 2020, 489 ss.; V. MOSCON, *Tecnologie blockchain e ges-*

vertice, gli adattamenti richiesti al sistema per la tutela e il bilanciamento degli interessi portati da nuove tipologie della realtà tecnologica.

2. Blockchain, Non-Fungible Token (NFT) e smart contract: *i caratteri della fattispecie.*

Passando ad una descrizione dei caratteri fondamentali dei sistemi di *blockchain*, degli *NFT* e degli *smart contract*, si cominci col dire che con il recente art. 8-ter della l. n. 12/2019 di conversione del d.l. n. 135/2018 (c.d. decreto Semplificazioni) recante «disposizioni urgenti in materia di sostegno e semplificazione per le imprese e per la pubblica amministrazione»¹⁶, il legislatore ha offerto una prima, sebbene parziale e opinabile¹⁷, definizione di «tecnologie basate su registri distribuiti» quali «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architettrualmente decentralizzato su basi crittografiche» che consentono «la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili».

Si tratta, in generale, di tecnologie decentralizzate, caratterizzate dall'assenza di un'entità centrale che media le transazioni tra gli attori ai quali è affi-

zione digitale del diritto d'autore e connessi, in *Dir. Ind.*, 2020, 137 ss.; G. NOTO LA DIEGA, J. STACEY, *Can Permissionless Blockchains be Regulated and Resolve some of the Problems of Copyright Law?*, in *Blockchain and Web 3.0: Social, Economic, and Technological Challenges*, diretto da M. RAGNEDDA, G. DESTEFANIS, Londra, Routledge, 2020, 30 ss.; C. SANDEI, *Blockchain e sistema autorale: analisi di una relazione complessa per una proposta metodologica*, in *Nuove leggi civ. Comm.*, 2021, 194 ss.

¹⁶ L. 11 febbraio 2019, n. 12, conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 14 dicembre 2018, n. 135 (in G.U. Serie generale, n. 36 del 12 febbraio 2019).

¹⁷ La definizione offerta dall'art. 8-ter, primo comma, della l. n. 12/2019 ha suscitato, da più parti e non immotivatamente, alcune perplessità. La norma, infatti, è stata criticata per l'infelice scelta (terminologica) del legislatore statale di disciplinare la categoria generale delle tecnologie a base distribuita riferendosi (erroneamente) a caratteristiche che, invece, sono proprie della specifica tecnologia *blockchain*. Così facendo, non soltanto sovrappone due distinte figure (che stanno invece in rapporto di genere a specie tra loro) ma, di fatto, introduce una definizione «statica» di un fenomeno mobile e dinamico, ora per imprecisioni o carenze nella sua formulazione. Sul punto si veda F. BENATTI, *Un nuevo paradigma contractual: el caso de los smart contracts*, in *Derecho y nuevas tecnologías. El impacto de una nueva era*, a cura di J. CHIPANA CATALÁN, Lima, Themis, 2019, 274 ss.; G. RINALDI, *Smart contracts: meccanizzazione del contratto nel paradigma della blockchain*, in *Diritto e Intelligenza artificiale*, a cura di G. ALPA, Pisa, Pacini giuridica, 2020, 365 ss.

data, in modo paritetico, la gestione del registro contabile o *database* di contabilità.

Nell'ambito di tali piattaforme si collocano le reti *blockchain* che, da un punto di vista strutturale, secondo la WIPO, possono definirsi «a network of identical ledgers shared and synchronized across multiple sites, bodies or geographies, which can record the transactions performed in multiple places at the same time»¹⁸.

Le unità fondamentali di questa rete sono i cc.dd. blocchi o nodi, collegati tra loro in maniera concatenata mediante algoritmi e tecniche crittografiche che, tramite *hash*, mettono in relazione ogni blocco con il precedente e così via, fino a raggiungere il blocco di genesi (c.d. origine della catena). La funzione principale di ciascun nodo della rete è validare le transazioni che avvengono al suo interno e archiviare le informazioni del sistema, rendendo il *database* inalterabile: una volta che le informazioni e gli scambi sono stati registrati nella rete, infatti, non possono più essere modificati autonomamente da nessun componente e sono irrevocabili. È questa una caratteristica essenziale dei sistemi *blockchain*, di tipo «congiunturale»¹⁹, ossia legata a variabili come il numero elevatissimo di nodi, che rende di fatto impossibile una modifica simultanea di un blocco inserito nella catena da parte di tutti i nodi, e la capacità computazionale dei *computer* rientranti nella rete.

Peraltro, la circostanza che la validazione di ciascuna transazione dipenda da uno specifico meccanismo di consenso concordato tra tutti i blocchi della rete (c.d. *consensus mechanism*)²⁰ non dà luogo a opportunità di frode.

¹⁸ *White Paper*, (nt. 1), 15.

¹⁹ S.A. CERRATO, *Appunti su smart contract e diritto dei contratti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 370 ss.

²⁰ Si tratta di un meccanismo che definisce la sicurezza e la coerenza della rete, consentendo di raggiungere un alto livello di fiducia tra i diversi nodi che garantisce l'affidabilità dell'intera rete. Il consenso può essere raggiunto attraverso vari modelli, il più noto dei quali è il *Proof of Work (PoW)*, utilizzato per l'emissione e la circolazione di *Bitcoin*, che richiede a determinati computer (cc.dd. *miners*) di risolvere complessi quesiti matematici, mentre altri nodi verificano che la soluzione offerta non corrisponda ad una precedente transazione all'interno della catena di blocchi. Se accettata, un nuovo blocco viene aggiunto alla rete, senza passare per il controllo di un soggetto esterno o di un'autorità centrale (come una banca, una Autorità pubblica o un fornitore tecnologico). Accanto alla *proof of work*, la comunità di sviluppatori, al fine di ottimizzare l'energia necessaria per aggiungere altri blocchi alla catena e aumentare la sicurezza delle transazioni, ha elaborato sistemi di consenso alternativi come la: a) *Proof of stake (PoS)*, che presuppone un coinvolgimento economico dell'utente poiché richiede di dimostrare il possesso di un determinato ammontare di criptovaluta al fine di disincentivare comportamenti fraudolenti degli utenti; b) *Proof by authority (PbA)*, che richiede ai

Chiunque volesse attuare una transazione fraudolenta o alterare la catena di blocchi dovrebbe fare ricorso ad una tale quantità di energia²¹ e potenza di calcolo da rendere il tentativo del tutto antieconomico²².

La registrazione dei dati presso i nodi di un sistema *blockchain* consente, altresì, attraverso una marcatura temporale (c.d. *timestamp*), di tracciare le operazioni svolte cosicché ciascun nodo della rete può risalire con esattezza alla serie di scambi effettuati in relazione ad un determinato «bene»²³, senza però accedere all'identità dei partecipanti cui è garantito l'anonimato²⁴. È

nodi della rete di rendere «visibile» al proprietario o gestore della catena la propria identità per poterla verificare al di fuori della rete e considerarla attendibile; c) *Round Robin* che opera su reti *permissionless* nell'ambito delle quali l'identità dei nodi è conosciuta e verificata *off-chain*. Per un approfondimento sui meccanismi di consenso alternativi alla *PoW* si veda WIPO, (nt. 1), 16-17.

²¹ Quello del consumo di energia rappresenta, invero, il profilo tecnico più critico ed appare, attualmente, il principale limite tecnologico della *blockchain*. Sul punto v. K.J. O'DWYER, D. MALONE, *Bitcoin Mining and its Energy Footprint*, 2014, reperibile al seguente indirizzo: https://www.researchgate.net/publication/271467748_Bitcoin_Mining_and_its_Energy_Footprint; E. BUDISH, *The Economic Limits of Bitcoin and Blockchain*, Chicago, 2018, reperibile al seguente indirizzo: <https://faculty.chicagobooth.edu/eric.budish/research/Economic-Limits-Bitcoin-Blockchain.pdf>.

²² Quanto alla possibilità che il sistema *blockchain* possa comunque subire alterazioni, si ritiene che esse derivino principalmente da fattori esterni al funzionamento del sistema come, ad esempio, nell'ipotesi di attacchi informatici. Per una completa analisi dei risvolti in termini di cybersicurezza si veda il report realizzato dall'Agenzia europea per la sicurezza delle reti e delle informazioni (ENISA) «*Distributed Ledger Technology & Cybersecurity – Improving information security in the financial sector*», 2017, accessibile al seguente indirizzo <https://www.enisa.europa.eu/publications/blockchain-security>; A. WALCH, *The Path of The Blockchain Lexicon (And The Law)*, in *Review of Banking and Financial Law*, 2017, 738-739.

²³ Ogni nodo possiede infatti un indirizzo alfanumerico unico che lo identifica e a ciascuna transazione viene attribuito un «*timestamp*», ossia una certificazione temporale che permette di verificare il momento esatto in cui la transazione è avvenuta, e la validazione della transazione stessa, che avviene ad opera di un c.d. *miner*, attraverso una specifica operazione matematica. È per questo motivo che la tecnologia *blockchain* viene anche definita *append-only ledger*, giacché tramite i blocchi essa consente unicamente l'aggiunta di nuovi dati, non anche la loro cancellazione. Per una disamina prettamente tecnico-informatico relativa al funzionamento della tecnologia *blockchain*, si veda M. PILKINGTON, *Blockchain technology: Principles and Applications*, in *Research Handbook on Digital Transformations*, a cura di F. X. OLLEROS, M. ZHEGU, 2016, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2662660; Z. ZHENG, S. XIE, H. DAI-X. CHEN, H. WANG, *An Overview of Blockchain Technology: Architecture, Consensus, and Future Trends*, in *Proceedings of the 2017 IEEE 6th International Congress on Big Data*, Honolulu, 2017.

²⁴ Circa l'impatto che i sistemi *blockchain* possono avere in termini di riservatezza si veda il report *Blockchain and GDPR*, realizzato dall'*European Blockchain Observatory and Fo-*

questa una caratteristica delle reti *blockchain* tra le più dirompenti nell'alveo della tutela autorale e della gestione dei diritti d'autore che da sempre soffre difficoltà pratiche nella ricostruzione delle vicende circolatorie delle opere e nel controllo analitico delle singole utilizzazioni, con significative ricadute sui modelli di contrattazione²⁵ e di remunerazione degli autori nonché sui costi di transazione ed *enforcement*²⁶: la possibilità di tracciare le singole operazioni effettuate sulla *blockchain*, infatti, permetterebbe all'autore o all'impresa di gestione dei diritti di conoscere il numero esatto di utilizzazioni di ciascuna opera e, dunque, il valore prodotto dalla stessa, aprendo alla effettiva possibilità di svolgere contrattazioni individuali e remunerare l'autore, direttamente e senza alcuna intermediazione, in proporzione al numero delle singole utilizzazioni dell'opera²⁷.

Numerose sono le funzionalità di questo tipo di piattaforme, potendosi distinguere, per quanto riguarda l'accesso e l'operatività dei singoli partecipanti, tra sistemi *public/permissionless*²⁸, nei quali ogni utente può accedervi e ope-

rum, disponibile al seguente indirizzo <https://www.eublockchainforum.eu/reports>, nonché lo studio commissionato dal Parlamento europeo, *Blockchain and the General Data Protection Regulation. Can distributed ledgers be squared with European data protection law?*, reperibile al seguente indirizzo: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634445/EPRS_STU\(2019\)634445_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2019/634445/EPRS_STU(2019)634445_EN.pdf).

²⁵ Sul punto cfr. D. SARTI, *Collecting societies e potere monopolistico nell'analisi economica del diritto statunitense*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 23 ss. Per una panoramica sui contratti di diritto d'autore si veda il volume a cura di P. SPADA, *Gestione collettiva dell'offerta e della domanda di prodotti culturali*, Milano, Giuffrè, 2006; A. COGO, *I contratti di diritto d'autore nell'era digitale*, Torino, Giappichelli, 2010.

²⁶ M. RICOLFI, *Il diritto d'autore*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, II, Padova, Cedam, 2001, 341 ss.

²⁷ In Italia, un primo progetto in tal senso è stato avviato nel marzo del 2021 dalla Società Italiana degli Autori ed Editori (SIAE) in collaborazione con la società *Algorand*, attraverso la creazione di una rete *blockchain* su cui sono stati registrati più di 4.000.000 di *NFT* che rappresenteranno digitalmente i diritti degli oltre 95.000 autori associati a SIAE, in un'ottica di decentralizzazione che consenta di «trasferire la gestione direttamente agli aventi diritto, che potranno quindi avere il governo dei metadati relativi ai loro diritti» (<https://www.siae.it/it/iniziative-e-news/siae-rappresenta-i-diritti-degli-autori-con-asset-digitali-creati-piu-di-4000000>).

²⁸ Cfr. WIPO, (nt. 1), 17: «A public/permissionless blockchain is one whose access and participation are open to any user, without the need for them to have any specific type of permission. Any user can also be the owner of a network node and help maintain it, provided they have computing power at their disposal. Anyone with internet access can both observe, download, validate and send transactions on a public blockchain. In this type of network, all participants are equal and therefore have the same rights within the network. The maintenance of the network is ensured thanks to economic incentives that are granted to the owners of an active node, which confirms and validates transactions, also known as miners. Furthermore, the solu-

rare in maniera incondizionata contribuendo all'aggiunta e all'aggiornamento dei blocchi, e sistemi *private/permissioned*²⁹, in cui soltanto un numero limitato di nodi, detti *trusted*, può svolgere operazioni di aggiunta o aggiornamento dei blocchi, in forza di una specifica autorizzazione.

Per superare la dicotomia *public/private*, nel tentativo di sfruttare le potenzialità di entrambi i modelli sono stati sviluppati sistemi ibridi, noti come *hybrid o consortium blockchains*, che «although they are private in nature, in the sense that they are promoted by a private entity or a consortium, they are open to those members who have specific permissions or have a license to operate on the network, factually operating under a centralized governance model»³⁰: si tratta di modelli parzialmente decentralizzati caratterizzati da una forma di coordinamento tra i partecipanti alla rete di *computer* tutti preventivamente identificati³¹.

Tra i sistemi *permissionless* più noti e utilizzati vi sono *Hyperledger*³²,

tion operates in a fully decentralized governance model using the notion of consensus to write records to the blockchain».

²⁹ Cfr. WIPO, (nt. 1), 17, ove si legge «A private/permissioned blockchain is one created by an entity for internal or restricted use. Access to users outside the process is totally restricted, and it is not possible to have read or written permissions. Each node of the network is controlled by the same entity, which is in charge of its management and maintenance. Essentially, it is operating under a centralized governance model. The characteristics of these types of blockchains make them very valuable tools for a company, since they can make applications based on blockchain for their processes in a completely opaque manner, taking advantage of its attributes, for instance, security and immutability of data, without the risk of exposing any type of information. Although the infrastructure can be based on an open-source solution, the applications that run on a private blockchain are usually proprietary, being developed specifically for the needs of the specific company, institution or community. Another important feature is the absence of compensations via tokens. Since the process of appending blocks is carried out privately by the infrastructure owner, there is no need to reward the nodes that maintain the network, thus more efficient consensus algorithms can be used that prioritize performance and scalability, over the total decentralization that characterizes public blockchains».

³⁰ WIPO, (nt. 1), 17.

³¹ A livello europeo, l'esempio più noto è rappresentato dalla rete *Alastria*, costruita utilizzando protocolli di crittografia e stabilendo una struttura gerarchica di permessi, per consentire l'isolamento e l'indipendenza delle operazioni compiute dai vari membri e fornire un'identità univoca a tutti i partecipanti sulla piattaforma. Il consorzio, creato in Spagna con l'intento di promuovere la creazione di un nuovo ecosistema digitale nel Paese, conta già più di 250 membri, tra grandi aziende, PMI e *start-up*.

³² *Hyperledger* è una tecnologia *blockchain* a sua volta formata da una serie di piattaforme (alcune delle quali ancora in fase di incubazione) che offrono attività e servizi di supporto alle imprese, come *Hyperledger FABRIC* che si occupa di sviluppare nuove soluzioni basate su

*Ethereum (Mainnet)*³³ e *Bitcoin*³⁴ che hanno costituito il primo nucleo di emersione dei cc.dd. *token* digitali che, in assenza di una definizione univoca – cercando di semplificare al massimo – possono essere considerati come beni di secondo grado (come i derivati) che rimandano a (o sono rappresentativi di) prestazioni o beni ulteriori non incorporati in una *res* (appunto digitali) permettendone la circolazione e conservazione in modalità crittografica³⁵.

Secondo una prima classificazione accolta a livello internazionale³⁶ ed eu-

DLT, e *Hyperledger QUILT* focalizzata, invece, sull'emissione e scambio di *token*. Si veda, in proposito, <https://www.hyperledger.org>.

³³ Per una descrizione del progetto *Ethereum* e dei relativi *standard* v. G. FENU, L. MARCHESI, M. MARCHESI, R. TONELLI, *The ICO Phenomenon and Its Relationships with Ethereum Smart Contracts Environment*, in *2018 International Workshop on Blockchain Oriented Software Engineering (IWBOSE)*, 2018; R. BATTAGLINI, L. CANTISANI, *Standard tecnici Ethereum e standardizzazione degli smart legal contract*, in *Rivista di diritto dei media*, 2021, 53-68.

³⁴ Si tratta della prima cripto-valuta o valuta virtuale, ideata da Satoshi Nakamoto per effettuare pagamenti *on-line* direttamente da un soggetto ad un altro senza passare attraverso istituti finanziari, considerati fonte di sprechi, costi, lentezza dei processi, gravosi per gli scambi nel commercio *on-line*: la *blockchain* su cui si basa Bitcoin, per le sue caratteristiche, aggira il problema del c.d. *double spending money*, ossia la doppia spendita dello stesso importo di denaro, senza bisogno di ulteriori garanzie di terzi (cfr. S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, in *Bitcoin.org*, 2009). La prima transazione in *Bitcoin* venne effettuata il 12 gennaio 2009 ed il suo sviluppo è stato esponenziale. Oltre al *Bitcoin*, ad oggi si contano oltre 1600 cripto-monete, o *Alt-Coins* (che sta per «*Alternative Coins*», o «*Monete Alternative*»). Sulle problematiche giuridiche sollevate con riferimento alle criptovalute, dal loro inquadramento giuridico, ai profili processuali più critici, ai loro potenziali utilizzi anche a fini speculativi, fino alla necessità di individuazione di opportune forme di regolamentazione, si vedano *ex multis* R. BOCCHINI, *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Dir. inform.*, 2017, 27 ss.; M. RUBINO DE RITIS, *Obbligazioni pecuniarie in criptomoneta*, in *Giustiziavivile.com*, 11 luglio 2018; G.L. GRECO, *Nozione e profili di regolazione di criptovalute e monete complementari*, in *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (nt. 3), v. II, 239 ss.; G. RINALDI, *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptomonete*, in *Contr. impr.*, 2019, 257 ss.; A. DICKINSON, *Cryptocurrencies and Conflict of Laws*, in *Private and Public Law Implications of Cryptocurrencies*, a cura di D. FOX, S. GREEN, Oxford, Oxford University Press, 2019; M. LEHMANN, *Who Owns Bitcoin? Private Law Facing the Blockchain*, in *Minnesota Journal of Law, Science, and Technology*, 2019, 93 ss.; G. SANDRELLI, *Il contenzioso su criptovalute e initial coin offerings al vaglio della giurisprudenza inglese*, in *Riv. soc.*, 2021, 1446 ss.

³⁵ E. RULLI, (nt. 7), 121 ss.

³⁶ OECD (2021), *Regulatory Approaches to the Tokenisation of Assets*, *OECD Blockchain Policy Series*, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.oecd.org/finance/regulatory-approaches-to-the-tokenisation-of-assets.htm>.

ropeo³⁷, sul piano delle funzioni è possibile distinguere tra *token* di pagamento (o *crypto-currency*), *token* di accesso (o *utility tokens*) e *token* di investimento (o *security token*). I primi sono emessi per essere utilizzati come monete virtuali (si pensi, ad esempio, *Bitcoin*, *Monero* e *Litcoin*), ossia strumento di pagamento all'interno della rete (non avendo, al momento, corso legale nell'ordinamento interno)³⁸, mentre i secondi sono «titoli» destinati a fornire l'accesso (digitale) ad un bene o ad un servizio disponibile mediante *DLT* o che abilitano a ricevere una prestazione di *facere*. Qualora la prestazione incorporata abbia carattere patrimoniale, si parlerà di *security token*, equiparabili a veri e propri strumenti finanziari o di investimento³⁹.

Gli *NFT*⁴⁰ si collocano nell'ambito degli *utility token* (o *token* infungibili) e sono un tipo particolare di *token* crittografico che «allow[s] their owner to possess the (digital/virtual) representation of a unique object unequivocally associated to their wallet or user in the virtual space»⁴¹.

Diversamente dalle categorie *supra* richiamate, che presentano il carattere della fungibilità, un *token* infungibile rappresenta un *asset* unico, non replicabile né reciprocamente intercambiabile con un altro *token*, in quanto dotato di caratteristiche e funzionalità peculiari che lo rendono unico⁴². Un *NFT*, po-

³⁷ Tale tripartizione è stata sostanzialmente accolta dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) con il Rapporto con consigli per la Commissione europea sui cripto-asset del 9 gennaio 2019, dalla Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) con il suo *Advice: Initial Coin Offering and Crypto-Assets* del 9 gennaio 2019 e dalla Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) con le Linee guida per le ICO del 16 febbraio 2018. Cfr. altresì la Proposta di Regolamento sui mercati delle cripto-attività (c.d. Regolamento MiCA) pubblicata dalla Commissione Europea il 24 settembre 2020.

³⁸ Per un'analisi circa le possibili qualificazioni giuridiche di *payment token* o *crypto-currency* si veda E. RULLI, (nt. 7).

³⁹ Cfr. ancora E. RULLI, (nt. 7); L. FERRAIS, (nt. 8), 269 ss.

⁴⁰ Per una ricostruzione storica della fattispecie si veda il report *Demystifying Non-Fungible Tokens (NFTs)* realizzato dall'*European Blockchain Observatory and Forum*, disponibile al seguente indirizzo https://www.eublockchainforum.eu/sites/default/files/reports/Demystify ingNFTs_November%202021_2.pdf.

⁴¹ WIPO (2022), *Blockchain technologies and IP ecosystems: A WIPO white paper*, 23, disponibile al seguente indirizzo <https://www.wipo.int/cws/en/blockchain-and-ip.html>. Similmente, il report *Demystifying Non-Fungible Tokens (NFTs)* realizzato dall'*European Blockchain Observatory and Forum*, 4, definisce un *NFT* come «a special type of digital asset or token that can be proved to be unique and not interchangeable with another digital asset token (i.e. fungible)».

⁴² Per semplificare, si pensi, da un lato, ad una cryptovaluta (come un *bitcoin*) e, dall'altro, ad un *NFT* che rappresenta, ad esempio, un'opera d'arte: mentre nel primo caso ci si trova dinanzi ad un bene del tutto replicabile e sostituibile con un altro dello stesso genere e nella stes-

trebbe sostituire un certificato di identità, ovvero incorporare diritti su beni fisici o, con riferimento al mondo dell'arte, opere native digitali (in tal caso di parlerà di *native token*), oppure create su supporto materiale (come ad esempio un quadro, un video, una canzone) e successivamente rese digitali (ossia tramutati in un *file*) attraverso un processo di c.d. tokenizzazione⁴³ (e in tal caso si parlerà di *non-native token*).

Gli *NFT* si caratterizzano per essere non soltanto unici, ma anche indivisibili e rari (ovvero scarsi). Il carattere della rarità può assumere molte forme e dipende da vari fattori, consentendo di distinguersi tra rarità artificiale, numerica e storica.

La rarità artificiale «refers to the uniqueness of the NFT as determined by its code, or the specifics of its issuance»⁴⁴ e ad essa è strettamente legata quella numerica che, invero, appare relativamente più intuitiva da comprendere. Si pensi, per semplicità, al caso di un artista popolare che pubblica cento copie digitali del suo ultimo *album* musicale come *NFT*: quelle cento copie che vengono fornite con la «firma digitale» dell'artista e possono essere possedute in modo verificabile tramite *blockchain* saranno più «scarse», e quindi più rare, del semplice *streaming* dell'album distribuito effettuato su una qualunque altra piattaforma di distribuzione, come *Spotify*⁴⁵. La rarità storica, invece, discende da elementi come il momento di emissione dei *token*⁴⁶ o il rilievo dei beni incorporati⁴⁷.

Sotto un profilo prettamente tecnico, l'emissione e la circolazione di *non-fungible tokens* in una rete *blockchain* presuppongono l'intervento di uno *smart contract*⁴⁸, qualificabile come uno «strumento informatico – e più pre-

sa quantità (altri *bitcoin*), nel secondo caso, invece, non vi è alcuna possibilità di sostituzione poiché il bene è unico e, appunto, infungibile.

⁴³ Si tratta di una compressione algoritmica (*hashing*) con cui viene realizzata una sequenza (*hash*) memorizzata in modo sostanzialmente inalterabile nei blocchi di una piattaforma *blockchain* ed accompagnata da una marcatura temporale.

⁴⁴ *Demystifying Non-Fungible Tokens*, (nt. 41), 5.

⁴⁵ Lo stesso rapporto in termini di scarsità o rarità intercorre tra un album fisico che è firmato dagli artisti e uno che non lo è.

⁴⁶ Si pensi ai primi *token* non fungibili messi in circolazione, i cc.dd. *Cryptopunks*, che evidentemente presentano un valore diverso dagli attuali per la loro qualità di essere stati il primo esempio di *NFT*.

⁴⁷ Si pensi a fotografie o *selfie* unici di personaggi famosi, realizzate appositamente in forma digitale.

⁴⁸ Il termine, antecedente all'ideazione della *blockchain*, è stato coniato da Nick Szabo che in uno scritto del 1996 definisce uno *smart contract* come «a set of promises, specified in digi-

cisamente un protocollo informatico – di esercizio dell’attività negoziale»⁴⁹: un vero e proprio *software* contenente le istruzioni per l’esecuzione del rap-

tal form, including protocols within which the parties perform on these premises», così teorizzando la possibilità di costruire contratti giuridicamente vincolanti rappresentati da programmi per elaboratori che eseguono istruzioni impartite dai redattori al ricorrere di condizioni predefinite e intellegibili secondo il principio causale dell’«*if and then*» (N. SZABO, *Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets*, 1996, reperibile al seguente indirizzo: https://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html). In generale, sugli *smart contract* si vedano E. MIK, *Smart Contracts: Terminology, Technical Limitations and Real World Complexity*, in *Law, Innovation and Technology*, 2017, 277 ss., reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3038406; M. RASKIN, *The Law and Legality of Smart Contracts*, in *Georgetown Law Technology Review*, 2017, 309, reperibile al seguente indirizzo: <https://georgetownlawtechreview.org/wp-content/uploads/2017/05/Raskin-1-GEO.-L.-TECH.-REV.-305-.pdf>; P. CUCCURU, *Blockchain ed automazione contrattuale. Riflessioni sugli smart contract*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 107 ss.; D. DI SABATO, *Gli smart contracts: robot che gestiscono il rischio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2017, 378 ss.; A. KARAMANLIOĞLU, *Concept of Smart Contracts. A Legal Perspective*, in *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2018, 33 ss.; R. PARDOLESI, A. DAVOLA, *Smart contract: lusinghe ed equivoci dell’innovazione purchessia*, in *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, Cedam, 2019, 297 ss.; F. BENATTI, (nt. 17), 274 ss.; S.A. CERRATO, (nt. 19), 370 ss. A livello normativo si registrano alcuni tentativi di chiarire ciò che si intenda per *smart contract*, tra cui quello del legislatore italiano che, con il già citato art. 8-ter, secondo comma, della l. 12/2019, ha precisato «si definisce *smart contract* un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse», prevedendo altresì che «gli *smart contract* soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall’Agenzia per l’Italia digitale con linee guida da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto».

⁴⁹ S.A. CERRATO, (nt. 19), 370 ss. L’Autore, nel tentativo di inquadrare da un punto di vista giuridico la figura dello *smart contract*, sostiene che «lo *smart contract* (inteso come fattispecie astratta) non è un contratto (cioè un accordo con il quale le parti regolano un rapporto giuridico patrimoniale) e in particolare non è un contratto atipico nei termini fissati dall’art. 1322 c.c., poiché non ha un contenuto precettivo fissato *ex ante* o comunque ricorrente per prassi commerciale a cui le parti si affidano per soddisfare una specifica esigenza, come invece accade per esempio con un contratto di *franchising* o di *leasing*»; al contrario si tratta di «uno strumento di esercizio dell’attività negoziale, che le parti possono utilizzare in via esclusiva o unitamente alle altre note modalità di negoziazione (di persona o a distanza, anche eventualmente usando mezzi telematici), conclusione (con scambio contestuale o differito di proposta o accettazione, mediante firma in presenza o trasmessa) o esecuzione (diretta o tramite intermediari) di un contratto». Sulla qualificazione giuridica dello *smart contract* si veda altresì S. CAPACCIOLI, *Smart contracts: traiettoria di un’utopia divenuta attuabile*, in *Cyberspazio e diritto*, 2016, 25 ss., che esclude in radice la possibilità di equiparare uno *smart contract* ad un contratto, anche sulla scorta della definizione offertane dal suo ideatore; P. CUCCURU, (nt. 48), 110

porto negoziale che, una volta redatto, viene importato all'interno della *blockchain* affinché possa essere firmato dalle parti (attraverso, ad esempio, un sistema di crittografia a chiave doppia asimmetrica). Successivamente alla sottoscrizione, lo *smart contract* viene inserito in un blocco della rete (tramite *hashing*) che, dopo essere stato validato dagli altri nodi, è aggiunto permanentemente alla rete con l'assegnazione di una *timestamp* che identifica in modo univoco la data e l'ora dell'operazione⁵⁰.

Si tratta, dunque, di uno strumento centrale nel processo di digitalizzazione delle risorse e tokenizzazione degli *asset* poiché capace di garantire, attraverso la tecnologia *blockchain*, l'immodificabilità delle pattuizioni, l'esecuzione automatica delle prestazioni e la predeterminazione degli effetti: tutti caratteri evidentemente funzionali a ridurre (o addirittura annullare) i margini di incertezza nell'interpretazione del contratto e i rischi connessi alla sua esecuzione differita.

Il protocollo più diffuso per la realizzazione di *smart contract* dedicati all'emissione e allo scambio di *token* non fungibili sulla *blockchain Ethereum* è lo *standard ERC-721* che attribuisce a ciascun *token* un identificativo univoco quale risultato del combinato disposto della chiave crittografica dello *smart contract* e dell'*ID* del *token*: all'acquirente di un *NFT* viene attribuito un certificato digitale contenente l'identificativo del *token* che gli consente di connettersi in modo esclusivo allo *smart contract* attraverso il suo *hash* e accedere al *file* digitale il cui uso «is restricted to the terms stipulated in the smart contract connected to the data token»⁵¹.

ss.; L. PAROLA, P. MERATI, G. GAVOTTI, *Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte*, in *Contr.*, 2018, 681 ss., spec. 685, secondo cui «lo *smart contract* afferisce non alla fase di formazione del contratto, che è e resta costituita dall'accordo fra le parti, ma a quella dell'adempimento, con la conseguenza che non integrerebbe neppure una fattispecie di contratto atipico ai sensi dell'art. 1322 c.c.»; S.A. CERRATO, *Contratti tradizionali, diritto dei contratti e smart contract*, in *Blockchain e smart contract. Funzionamento, profili giuridici e internazionali, applicazioni pratiche*, a cura di R. BATTAGLINI, M. GIORDANO, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, 273 ss.; D. FAUCEGLIA, *Il problema dell'integrazione dello smart contract*, in *Contr.*, 2020, 591 ss.

⁵⁰ Giova ricordare che nell'alveo della macrocategoria degli *smart contract* è possibile distinguere tra: a) *smart contract* cc.dd. puri, nei quali l'unica manifestazione della volontà delle parti è rappresentata dal codice *software* che costituisce lo *smart contract*; b) *smart contract* cc.dd. ibridi o ancillari, nei quali forme contrattuali più «tradizionali» si affiancano allo *smart contract* chiamato a sovrintendere a specifiche fasi esecutive del rapporto negoziale. Per una ricostruzione in senso giuridico delle diverse fasi di creazione di uno *smart contract* si veda S.A. CERRATO, (nt. 19).

⁵¹ WIPO, (nt. 1), 43.

2.1. *Tassonomia e qualificazione giuridica degli NFT in ragione dei loro utilizzi.*

Aver messo a fuoco i principali caratteri della *blockchain* e le possibili declinazioni degli *NFT* consente ora di tentare una qualificazione giuridica degli stessi in ragione dei loro utilizzi già ad oggi più diffusi o di prevedibile futura diffusione. Ad animare il presente lavoro è difatti la convinzione che gli *NFT* non siano tutti uguali tra loro, nel senso che diverse tipologie di *token* assolvono a funzioni diverse e presentano caratteri eterogenei, tali da determinare l'applicazione di regole volta a volta più congrue al caso concreto.

Provando a raggruppare *NFT* con caratteri tra loro omogenei, il quadro che ne risulta potrebbe essere il seguente: *a)* *NFT* che incorporino opere native digitali o soltanto «copie digitali» di un'opera nata su supporto materiale⁵²; *b)* quando le opere siano native digitali, *NFT* contenenti esemplari unici (o a tiratura limitata) o sue copie; *c)* *NFT* che contengano prodotti audio o audiovisivi, *software*, etc.; *d)* *NFT* rappresentativi di una posizione o *status* giuridici, ovvero di un certificato di autenticità *et similia*.

È bene subito precisare che dei casi *sub d)* non saranno qui trattati quelli riconducibili alla disciplina dei mercati finanziari, ma soltanto gli altri utilizzabili nell'allocazione dei diritti *IP*, per i quali si rinvia alle pagine che seguono. Nei casi *sub a)* e *b)* – all'evidenza strettamente connessi –, se gli *NFT* vengono utilizzati come supporto per opere dell'ingegno native digitali, saranno coperti dalla tutela autorale; se invece incorporano copie di un'opera nata su supporto materiale, rappresenteranno una forma di sfruttamento economico della creazione qualificabile come riproduzione o adattamento digitale ovvero elaborazione creativa.

L'argomento verrà meglio sviluppato in seguito⁵³, dovendosi qui solo accennare alla circostanza che se un *NFT* incorpora un'opera già esistente aumentano le possibilità di conflitto con i diritti di proprietà intellettuale dell'autore o di eventuali terzi. Si pensi all'ipotesi in cui un *token* abbia ad oggetto *highlight*⁵⁴, ossia immagini o brevi video dei momenti salienti di una o più

⁵² Cfr. *supra* par. 1, nt. 10 e testo corrispondente.

⁵³ Cfr. *infra* par. 5.

⁵⁴ È un fenomeno in crescente ascesa nel mondo sportivo. Negli Stati Uniti sia la *National Basketball Association* (NBA) sia la *Major League Basketball* (MLB) hanno realizzato piattaforme *blockchain*, rispettivamente denominate *NBA Top Shot* e *MLB Champions*, sulle quali è possibile acquistare *NFT* aventi ad oggetto contenuti sportivi: in particolare, l'*NBA* consente di acquistare *Moments*, *NFT* costituiti da *highlight* di partite giocate da squadre dell'*NBA*, mentre la *MLB* ha introdotto una collezione di figurine virtuali dei giocatori più famosi. In Europa, il feno-

partite o gare sportive: la creazione di un *token* con queste caratteristiche potrebbe contrastare con il diritto connesso degli organizzatori dell'evento sportivo ai sensi del d.lgs. 9 gennaio 2008, n. 9⁵⁵ e dell'art. 78-*quarer* della l. 22 aprile 1941, n. 633 (d'ora in poi l. aut.), in particolare con il c.d. diritto di archivio, oltretutto con il diritto di immagine dei giocatori quando esso abbia ad oggetto gesti sportivi di specifici calciatori e non *performance* complessive della squadra⁵⁶. Allo stesso modo, gli *NFT* potrebbero entrare in conflitto con le regole del diritto d'autore che limitano la tutela delle opere dell'ingegno nell'arco temporale di settanta anni dalla morte dell'autore, giacché il *token*, allo scopo di monetizzare il valore delle opere già cadute in pubblico dominio, amplierebbe tale finestra temporale «rigenerando» i diritti di sfruttamento economico sul *corpus mysticum*.

Un ulteriore problema potrebbe porsi nei casi *sub a)* e *b)* quando, come già verificatosi⁵⁷, un'opera venga creata in originale, nell'intenzione dell'artista, tanto su supporto materiale che su supporto crittografico, e l'autore rimetta agli acquirenti la facoltà di decidere quale delle due conservare e quale invece necessariamente distruggere.

Si potrebbe ipotizzare in questi casi o *i)* il configurarsi di un'obbligazione alternativa (art. 1285 ss. c.c.)⁵⁸; ovvero *ii)* l'individuazione dell'oggetto del

meno riguarda alcune associazioni nazionali di calcio, come la *Real Federación Española de Fútbol* e la Lega Nazionale di calcio di Serie A che in occasione della Coppa Italia 2021 ha offerto alcune serie limitate di *NFT*. Cfr. G. NAVA, *I non-fungible-token*, in *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, a cura di R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI, M. PROTO, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 237 ss., spec. 260.

⁵⁵ D.lgs. 9 gennaio 2008, n. 9 recante la disciplina della titolarità e della commercializzazione dei diritti audiovisivi sportivi e relativa ripartizione delle risorse (c.d. decreto Gentiloni/Melandri/Lotti). In materia di diritti sportivi cfr., tra i molti, A. MUSSO, *Titolarità e trasferimento dei diritti radiotelevisivi sulle manifestazioni sportive*, in *AIDA*, 2000, 472 ss.; *Id*, *I diritti sportivi audiovisivi come diritti connessi al diritto d'autore*, in *Rass. dir. econ. dello sport*, 2009, 96 ss.; P. AUTERI, *Diritti esclusivi sulle manifestazioni sportive e libertà di informazione*, in *AIDA*, 2003, 183 ss.

⁵⁶ Si pensi allo storico *goal* del 22 giugno 1986 che valse a Maradona il soprannome «la *Mano de Dios*».

⁵⁷ Il riferimento è a «*The currency*» di Damien Hirst, il quale ha messo in vendita 10.000 opere simili, lasciando scegliere (entro il 27 luglio 2022) a ciascun acquirente se conservare l'opera su supporto materiale o digitale, e distruggendo l'altro; v. <https://www.ilpost.it/2021/07/21/the-currency-nft-damien-hirst/>.

⁵⁸ E non, a ben vedere, facoltativa, dato che la scelta per l'uno o l'altro supporto dà vita a concentrazione (art. 1286 c.c.) e, perciò, è solo da quel momento che l'obbligazione diviene semplice (a differenza che nelle obbligazioni facoltative, ove – come noto – l'obbligazione è una ed è semplice, ma ci si può liberare eseguendone un'altra individuata in precedenza con il

contratto a seguito della scelta da parte degli acquirenti per l'uno o l'altro supporto, l'unico originale rimanente, e ciò secondo lo schema della fattispecie a formazione progressiva: il consenso delle parti manifestato all'atto della compravendita produce il trasferimento dei diritti patrimoniali d'autore (se non altro, *ex art. 19 l. aut.*, di quelli espressamente indicati nel contratto di compravendita), ma è per sé insufficiente a realizzare tutti gli effetti che la vicenda traslativa è idonea a produrre. Pare questa una specificazione e un adattamento del generale meccanismo di individuazione dell'oggetto del contratto *ex art. 1346 c.c.* al diritto industriale, seguendo alla scelta dell'acquirente l'«unicità sopravvenuta» dell'opera, dal momento che sul piano economico – prima che giuridico – l'opera superstita verrà trattata come esemplare unico, ciò che d'altro corrisponde esattamente non solo all'intenzione originaria dell'autore, ma all'interesse del mercato e della collettività all'affermarsi di nuove forme artistiche⁵⁹.

Quanto ai casi *sub c)*, questi non sono altro che declinazioni delle più generali ipotesi *sub a)* e *b)*, ai quali dovranno applicarsi discipline diverse a seconda delle diverse fattispecie rappresentate; valgano per tutti i seguenti esempi: *i)* una canzone che venga incorporata in un *NFT* sarà assoggettata alla disciplina del diritto d'autore che il sistema normalmente riserva a tali opere, potendosi per di più e probabilmente qualificare l'incorporazione nel *token* come diritto patrimoniale di riproduzione che, a maggior ragione se per ipotesi trasferito ad un'impresa culturale (ricorrendo, dunque, l'*eadem ratio* della tutela degli investimenti a cui la disciplina dei diritti connessi è oggi sempre più marcatamente ispirata⁶⁰), può dar vita ad un diritto connesso per la protezione

creditore); ciò che comporta conseguenze nei casi di impossibilità sopravvenuta delle prestazioni. Cfr. per tutti C.M. BIANCA, *Diritto civile. 4-L'obbligazione*, Milano, Giuffrè Francis LeFebvre, 2019, 123 ss. e 139-140.

⁵⁹ Diverso il caso dell'«iconoclastia» di alcune opere di Banksy (<https://artslife.com/2021/03/08/burnt-banksy/>), ove la distruzione dell'unico originale creato su supporto materiale ha costituito oggetto di una *performance* artistica e, perciò, di una nuova e autonoma opera d'arte, ed essendo per l'appunto l'originale non più esistente, a differenza che nell'ipotesi analizzata in precedenza nel testo e citata alla nt. 57. Si potrebbe al limite riflettere sulla qualificazione della fattispecie in termini di elaborazione creativa dell'originale, ma la circostanza che la *Performance Art* sia un genere ben distinto e con caratteri del tutto differenti rispetto alla pittura o alla scultura porterebbe a concludere che la distruzione dell'opera (*performance*) sia, come detto, opera nuova di per sé e non elaborazione creativa dell'opera distrutta.

⁶⁰ È sufficiente rinviare a R. ROMANO, P. SPADA, *Parte generale*, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*⁶, Torino, Giappichelli, 2020, 32 ss. e, se consentito, per ulteriori riferimenti normativi e bibliografici a N. MUCIACCIA, *Diritti connessi e tutela delle opere dell'intelligenza artificiale*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 761 ss., ma spec. 780 ss. e 783 ss.

dei fonogrammi⁶¹. Alternativamente – ma anche per quanto si dirà in seguito⁶² tale tesi non merita di essere accolta –, si potrebbe ipotizzare che la tokenizzazione rappresenti una nuova modalità di sfruttamento dell’opera, in quanto tale non riducibile a diritti connessi noti e, per la natura di *numerus clausus* unanimemente riconosciuta a tale sistema, perciò insuscettibile di ricevere tutela se non prima di un intervento da parte del legislatore; *ii*) altro caso emblematico potrebbe essere quello dei videogiochi ai quali, anche se distribuiti tramite *blockchain* in forma di *NFT*, non potrà non applicarsi la disciplina tradizionale dei *software* (art. 64-*bis* ss. 1. aut.).

Tirando le fila del discorso, il primo provvisorio approdo della ricerca potrebbe essere così sintetizzato: le tipologie della realtà cui gli *NFT* corrispondono sono molteplici e tra loro eterogenee, sicché, se per un verso questi rappresentano un nuovo supporto che la tecnologia mette a disposizione degli autori e delle imprese culturali, per altro verso, in quanto supporto, diverse fattispecie di *NFT* portano con loro l’applicazione della disciplina (positiva) volta a volta più congrua rispetto alla qualificazione giuridica operata dall’interprete, ma sempre tale da essere ricondotta nell’alveo di (fattispecie e) regole già esistenti.

3. Disruptive technologies e liberalizzazione nella gestione dei diritti IP.

Prima di passare ad una più puntuale ricostruzione di alcuni problemi posti dagli *NFT*, occorre però vagliare criticamente le ragioni a base dello scetticismo che li ha accolti. Passaggio tanto più reso obbligato dalla circostanza che, se gli *NFT* non fossero effettivamente forieri di vantaggi per gli operatori economici, cadrebbe nel medio e lungo termine ogni interesse scientifico ad un loro studio.

Nella prassi, la diffusione degli *NFT* è per lo più legata alla creazione e alla circolazione di opere dell’ingegno nel campo dell’arte, della musica, dello sport e degli audiovisivi, cioè nei settori in cui tradizionalmente operano le *collecting societies*. Un primo dubbio attiene dunque all’idoneità degli *NFT* di consentire il superamento dei problemi legati alla posizione di monopolio o quasi-monopolio delle *collecting* e, ancor prima, all’opportunità economica di superare tali forme di monopolio e prediligere modelli di licenza individuali

⁶¹ Gli artt. Da 72 a 78 l. aut., difatti, attribuiscono un diritto connesso sul fonogramma non solo al produttore del disco fonografico, ma anche al produttore «di altro apparecchio analogo riproduttore di suono o voci».

⁶² V. *infra* par. 5.

rispetto a modelli di licenza collettivi, realizzando una «disintermediazione» nella gestione dei diritti.

Secondo un'opinione da condividere, il monopolio delle *collecting*, anche se non imposto per legge⁶³, sarebbe comunque il frutto di spinte naturali del mercato verso una contrattazione collettiva dei diritti d'autore e connessi, e ciò, in estrema sintesi, per le seguenti ragioni fondate su argomenti di analisi economica del diritto: *i*) a causa delle molteplici possibili utilizzazioni e del loro carattere transnazionale, oltre che del numero di titolari dei diversi diritti patrimoniali, intavolare trattative individuali sarebbe antieconomico, tanto per gli artisti quanto per gli utilizzatori; *ii*) e così l'intermediazione delle *collecting*, consentendo negoziazioni collettive, che tengano conto delle, e ricomprendano anche, creazioni future, permetterebbe di abbattere i costi di transazione⁶⁴; *iii*) in tal modo, gli utilizzatori sarebbero naturalmente portati a sfruttare un ampio «repertorio» di opere, fra cui scegliere in relazione ad esigenze di programmazione necessariamente mutevoli e imprevedibili *ex ante* (una discoteca, una radio e una piattaforma *on line* non sanno quali opere utilizzeranno nel corso della stagione, né con quale intensità)⁶⁵.

Sempre secondo lo stesso Autore, a determinare in concreto l'idoneità delle contrattazioni collettive all'abbattimento dei costi di transazione è soprattutto la tecnica delle cc.dd. licenze generali di utilizzazione, o *blanket licenses*⁶⁶,

⁶³ Per un'indagine anche comparata sui diversi sistemi di gestione dei diritti, muovendo da quelli degli artisti per il tramite del nuovo IMAIE, cfr. L.C. UBERTAZZI, *Le collecting degli artisti*, in *AIDA*, 2012, 394 ss.

⁶⁴ In Italia cfr. ad esempio A. MIRONE, *Libertà di associazione e gestione collettiva dei diritti di proprietà intellettuale*, in *AIDA*, 2005, 133 ss.; G.M. RICCIO, *Copyright collecting societies e regole di concorrenza. Un'indagine comparatistica*, Torino, Giappichelli, 2012, 65 ss.; E. AREZZO, *Società di gestione collettiva dei diritti fra tutela della proprietà intellettuale e diritto della concorrenza: brevi note a margine della pronuncia "International confederation of societies of authors and composers" (Cisac) c. Commissione europea*, in *Conc. merc.*, 2014, 673 ss.; P. AUTERI, *Il contenuto del diritto d'autore*, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*⁶, (nt. 60), 715 ss.; D. SARTI, (nt. 25), 23 ss., spec. 24 ss.

⁶⁵ Così D. SARTI, (nt. 25), 23 ss.

⁶⁶ D. SARTI, (nt. 25), 25-26, il quale ulteriormente puntualizza come caratteristica delle *blanket licenses* sarebbe quella di consentire al licenziatario di utilizzare tutte le opere su cui gli aderenti al sistema di gestione collettiva vantano diritti d'autore o connessi (e, cioè, il «repertorio» della *collecting*). Il repertorio diviene perciò oggetto di un'unica licenza che tipicamente ricomprende non solo le creazioni esistenti al momento del contratto concluso con l'utilizzatore, ma anche le opere create successivamente e «conferite» alla gestione accentrata nel periodo di durata della *blanket license*.

In una diversa ma contigua prospettiva, in assenza di un modello definito o anche solo definibile di costo di produzione, l'offerta più efficiente sarebbe quella che massimizza il numero

mediante le quali, da un lato, un unico contraente (il gestore collettivo) si sostituisce ai singoli titolari dei diritti gestiti; dall'altro, vengono ricomprese nell'oggetto di un contratto unitario tutte le opere (anche future) dei titolari aderenti al sistema, a fronte del pagamento di una *royalty* (o *fee*) parimenti unitaria⁶⁷. Ma ancor più, la vera ragione a base dell'opzione per la gestione collettiva dovrebbe esser ravvisata nell'interesse a riequilibrare il potere capitalistico di selezione delle opere da commercializzare, sicché si potrà assistere al suo abbandono soltanto a fronte di eventi che determinino una ridefinizione degli equilibri di potere fra i diversi investitori nella selezione dell'accesso delle opere al mercato⁶⁸.

Mettendo per un istante da parte i pur inappuntabili argomenti di *Law &*

delle utilizzazioni, e cioè il valore prodotto. Sotto questo profilo, il modello ottimale è quello delle *blanket licenses*, in quanto non prezza né la singola opera, né la singola utilizzazione, ed incentiva così l'uso più ampio possibile del repertorio. «In un sistema del genere il problema concorrenziale si riduce a quello di prezzare l'intero repertorio determinando *royalties* che non riducano il numero dei licenziatari desiderabile (salvo poi interrogarsi sui criteri di determinazione di questo numero). In sintesi: il modello tendente a privilegiare la concorrenza sul mercato delle offerte *per use* non si presta a valutazioni efficientiste diverse rispetto a quelle del modello di offerta dell'intero repertorio» (D. SARTI, (nt. 25), 41-42).

⁶⁷ Tuttavia, l'accentramento delle negoziazioni non implica necessariamente la concessione di *blanket licenses*, essendo ad esempio immaginabile che un unico gestore operi come mandatario, agente o rappresentante dei titolari dei diritti, concedendo «pacchetti» di licenze singolarmente riferite a ciascuna opera intermediata. In un sistema del genere dunque ciascuna opera o utilizzazione verrebbe singolarmente «prezzata». Ancora secondo D. SARTI, (nt. 25), 26, «[u]n sistema così strutturato certamente potrebbe in certa misura ridurre i costi di transazione, se non altro perché i licenziatari avrebbero a disposizione uno “sportello unico” di offerta. Ad un tempo questo sistema non potrebbe abbattere ulteriori costi di transazione eliminati invece dalla *blanket license*: ad esempio (e tipicamente) perché la licenza non potrebbe estendersi ad opere future; ed inoltre perché la concessione di licenze “prezzate” individualmente presuppone un controllo analitico ed a sua volta individuale delle singole utilizzazioni». Ammesso che la *collecting* non ripartisca i compensi proporzionalmente alle utilizzazioni delle singole opere – e in questo caso all'utilizzo delle *blanket license* potrebbe accompagnarsi un controllo analitico –, soltanto una siffatta forma di controllo consentirebbe di verificare se il licenziatario rispetti i limiti del «pacchetto di diritti» acquistato; e così pure consentirebbe di quantificare le somme dovute in proporzione agli usi licenziati di ciascuna opera del «pacchetto».

⁶⁸ Cfr. D. SARTI, (nt. 25), 44 ss. Invita a non confondere le prospettive di sopravvivenza del modello della gestione collettiva con quelle del superamento del modello di gestione su base territoriale E. AREZZO, (nt. 64), 680 ss. Sebbene ciò sia in effetti assai probabile quanto meno nel settore delle licenze per utilizzazioni *on line*, non necessariamente si determinerebbe in tal modo l'abbandono del modello «*collecting*»: è difatti perfettamente concepibile che in un contesto di licenze transnazionali le *collecting* mantengano il loro ruolo, sia pur eventualmente concentrandosi in pochi grandi operatori integrati su scala mondiale.

Economics a sostegno delle tesi sin qui esposte a favore delle contrattazioni collettive⁶⁹ e, quindi, del necessario (perché più efficiente) monopolio naturale o oligopolio delle *collecting societies*⁷⁰, vi sono ragioni di carattere sistematico che spingono in direzione inversa se a venire in rilievo sono i nuovi fenomeni della realtà tecnologica.

Un primo argomento è di carattere storico e fa perno sull'art. 180 l. aut., il quale, già prima della modifica intervenuta con d.lgs. 15 marzo 2017, n. 35, che ha abrogato il monopolio SIAE⁷¹ nell'attività di intermediazione nella gestione dei diritti d'autore, prevedeva, al quarto comma, che l'esclusività dei poteri riconosciuti alla SIAE «non pregiudica la facoltà spettante all'autore, ai

⁶⁹ Il tema è molto delicato, ma, oltre ad una parte della dottrina (M.A. EINHORN, *Market Imperfection and Failed Governance: The Case of Music Performing Rights*, in *Col. J. For L.&A.*, 2002, 1 ss.) che ha con nettezza preso posizione nel senso della necessaria evoluzione del sistema verso un regime di remunerazione analitica a discapito del sistema di remunerazione forfetaria, anche la Corte di Giustizia (11 dicembre 2008) si è espressa in tale direzione nella causa C-52/07, *Kanal 5 Ltd, TV 4 AB c. STIM*, 2008, par. 40, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A62007CJ0052>.

⁷⁰ La tendenza del mercato della gestione collettiva ad evolversi verso monopoli naturali è generalmente considerata fisiologica ed accettata anche nei paesi in cui non esistono monopoli legali dell'attività di intermediazione; così J. DREXL, S. NÉRISSON, F. TRUMPKE, R.M. HILTY, *Comments of the Max Planck Institute for intellectual property and competition law on the proposal for a directive of the European parliament and of the Council on collective management of copyright and related rights and multi-territorial licensing of rights in musical works for online uses in the internal market com (2012)372*, in *Max Planck Institute for Intellectual Property and Competition Law Research Paper No. 13-04*, reperibile al seguente indirizzo: https://pure.mpg.de/rest/items/item_1720095_13/component/file_1786488/content; F. ROSSI DAL POZZO, J. ALBERTI, *Legittimità «comunitaria» e costituzionale del nuovo IMAIE: può sussistere un «interesse pubblico» a tutela del monopolio?*, in *AIDA*, 2011, 405 ss.; G. OLIVIERI, *Sullo statuto concorrenziale delle collecting societies*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. DI CATALDO, V. MELI, R. PENNISI, II, Milano, Giuffrè, 2015, 1135 ss.; D. SARTI, *Concorrenza e level playing field europeo nella gestione collettiva dei diritti d'autore e connessi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 841 ss. Per R.A. PALENFO, J. VINCENT, *Droits d'auteur et droits voisins: guide pratique, version mise à jour*, AIF, ADAMI, SABAM, 2004, le prime società di gestione collettiva sono nate, con carattere di associazioni professionali (per primo il «*Bureau des auteurs*» del 1777, poi divenuto la Società degli autori e compositori drammatici, SACD), dall'intento di stimolare la creatività individuale e facilitare la circolazione dei beni culturali. Cfr. inoltre A. MUSSO, *Diritto d'autore sulle opere dell'ingegno letterarie e artistiche*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna, Zanichelli, 2008, 402 ss.

⁷¹ Per un approfondimento sull'istituto cfr. M. FABIANI, voce *SIAE (Società Italiana degli Autori ed Editori)*, in *Dig. IV, disc. priv., sez. comm.*, XIII, Torino, Utet Giuridica, 1996, 388 ss.; E. SANTORO, *Società Italiana di Autori ed Editori*, in *Enc. giur.*, XXIX, Roma, Treccani, 1993, 3 ss.

suoi successori o agli aventi causa, di esercitare direttamente i diritti loro riconosciuti da questa legge». Ciò si collega al fondamento volontaristico della nascita delle *collecting* e spiega perché negli Stati Uniti – dove, pur non esistendo un monopolio legale nella gestione dei diritti di *copyright*, si è comunque creato un duopolio di fatto⁷² – si sia parlato di tali società come di «something of a necessary evil»⁷³. A ben vedere, l'aggregazione di tutti i titolari originari e derivativi dei diritti d'autore in un unico sistema di gestione (ad esempio la SIAE) perseguiva l'obiettivo (politico) di realizzare una funzione redistributiva delle disparità di potere e ricchezza tra gli autori, attraverso la comunione di interessi fra gli stessi e gli editori, sì da evitare un sacrificio dei soggetti più deboli (tipicamente gli autori) a vantaggio dei più forti (gli editori)⁷⁴; obiettivo che il percorso evolutivo dell'«ecosistema tecnologico» sta ormai sempre più portando a stemperare.

Inoltre, sul piano assiologico, è centrale anche in questo campo il principio generale sancito dall'art. 41 Cost. di autonomia contrattuale, che dovrebbe lasciare effettivamente (e non solo sulla carta) liberi gli autori che ne abbiano la possibilità di scegliere i propri contraenti, di cedere i propri diritti patrimoniali disponibili e riscuotere i compensi loro spettanti; anche se di fatto, il monopolio, per quanto necessario, si atteggia ad eccezione rispetto alla regola della concorrenza⁷⁵, e come tale deve trovare una giustificazione (forte) per conti-

⁷² Cfr. J. CIRACE, *CBS v. ASCAP: An Economic Analysis of a Political Problem*, in *Fordham L. Rev.*, 1978, 277 ss. Per le vicende relative all'ordinamento tedesco, cfr. D. SARTI, *La categoria delle collecting societies soggette alla direttiva*, in *AIDA*, 2013, 7 ss.

⁷³ G.S. LUNNEY jr, *Copyright Collectives and Collecting Societies: The United States Experiences*, in *Collective management of copyright and related rights*, a cura di D.J. GERVAIS, Alphen aan den Rijn, the Netherlands, Kluwer Law International, 2016, 319 ss., spec. 320. Ma già prima cfr. V. FALCE, *Gestione dei diritti, disintermediazione e Collecting Societies. La modernizzazione del diritto d'autore*, in *AIDA*, 2012, 97 ss., spec. 101, nt. 19.

⁷⁴ Così D. SARTI, *Gestione collettiva e modelli associativi*, in *Gestione collettiva dell'offerta e della domanda di prodotti culturali*, a cura di P. SPADA, Milano, Giuffrè, 2006, 30 ss.; poi anche in *Id.*, (nt. 72), 6.

⁷⁵ Secondo G. SCACCIA, *Il bilanciamento degli interessi in materia di proprietà intellettuale*, in *AIDA*, 2005, 207 ss. «il valore della concorrenza [...] è assunto ormai a dignità costituzionale» anche grazie al processo di integrazione comunitaria che ha determinato una modifica tacita del sistema costituzionale delle libertà economiche: attesa infatti, anche dal punto di vista storico, il passaggio da un'iniziale irrilevanza della concorrenza nel testo originario della Costituzione, ad una rilevanza interpretata in senso antimercantile per poi estendersi ad una interpretazione orientata al mercato (concorrenza come modello economico di mercato), fino addirittura ad ampliare la sua rilevanza al di fuori del mercato come principio di struttura del nostro ordinamento; ritiene quindi che il valore della concorrenza debba determinare «una rilettura dei limiti generali della proprietà intellettuale» che tenga conto di essa. D. SARTI, *Anti-*

nuare ad esistere⁷⁶. La gestione dei diritti dovrebbe, pertanto, essere ispirata al principio dell'autonomia negoziale e non imbrigliata dall'esclusiva, ponendosi questa altrimenti astrattamente in contrasto anche con l'art. 42, terzo comma, Cost., potendo essere equiparata ad una forma di esproprio – peraltro privo della garanzia dell'equo indennizzo – per i titolari dei diritti del potere di esercitare le proprie privative intellettuali.

Da ultimo, sia la direttiva 2014/26/UE del 26 febbraio 2014⁷⁷, che la direttiva 2019/790/UE del 17 aprile 2019 «sul diritto d'autore e sui diritti connessi nel mercato unico digitale», continuano l'opera di armonizzazione europea dei diritti d'autore e connessi iniziata nel 1991 con la direttiva *software* 91/250/CEE (poi codificata dalla direttiva 2009/24/CE) e nel corso del tempo proseguita passando per la direttiva 2001/29/CE sul diritto d'autore nella società dell'informazione (c.d. direttiva *InfoSoc*). Considerando l'obiettivo principale di quest'ultima – specificato dai considerando 9 e 10 – di introdurre un elevato livello di protezione a favore degli autori, consentendo loro di ottenere

trust e diritto d'autore, in *AIDA*, 1995, 105 ss.; ID., *Proprietà intellettuale, interessi protetti e diritto antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2002, 543 ss. e M. BERTANI, *Proprietà intellettuale, antitrust e rifiuto di licenze*, Milano, Giuffrè, 2004, *passim*, propongono una ricostruzione del sistema dei diritti IP coerente con i principi di concorrenzialità, rinvenendo nelle posizioni monopolistiche un sacrificio che il legislatore stesso pone alla concorrenza in cambio del vantaggio di cui la collettività può godere, ritenuto *a priori* socialmente utile. Il monopolio ha pertanto ragion d'essere se non vi siano, o non vi possano concretamente essere anche se il legislatore ne creasse i presupposti, alternative ispirate al principio di concorrenzialità. Ciò in perfetta simmetria con il rapporto tra primo e secondo comma dell'art. 41 Cost., ove il monopolio può giustificarsi quale eccezione alla concorrenza se ispirato a ragioni di «utilità sociale»; cfr. G. OPPO, *L'iniziativa economica*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, 332, che ricava il contenuto della clausola generale di utilità sociale rispetto al rapporto tra iniziativa economica privata e concorrenza dal bilanciamento di interessi fatto nel Trattato di Roma, mediante una serie di regole ed eccezioni che intanto possono imporsi in quanto siano idonee a compensare eventuali limitazioni della concorrenza.

⁷⁶ È a tal proposito sin d'ora utile precisare che le tecnologie *DLT* sono persino idonee a scardinare la funzione di servizio pubblico veramente centrale per le *collecting*: la tenuta dei registri, la ricezione dei depositi e l'apposizione del contrassegno.

⁷⁷ C.d. direttiva *Barnier*, attuata con d.lgs. 15 marzo 2017, n. 35, e con d.l. 16 ottobre 2017, n. 148, conv. Con l. 4 dicembre 2017, n. 172, «sulla gestione collettiva dei diritti d'autore e dei diritti connessi e sulla concessione di licenze multiterritoriali per i diritti su opere musicali per l'uso *online* nel mercato interno». Cfr. D. SARTI, (nt. 72), 3 ss.; ID., (nt. 70), 841 ss.; ID., *Campi di gioco e vasi di Pandora: la gestione collettiva dei diritti d'autore nel confronto UE-USA*, in *AIDA*, 2016, 535 ss.; ID., *L'abrogazione del monopolio SIAE (art. 180 l.a.) nel contesto dell'attuazione della direttiva collecting*, in *NLCC*, 2018, 1057 ss.; ID., (nt. 25), 23 ss.; P. CUOMO, *Liberalizzazione del mercato dell'intermediazione dei diritti d'autore e "rappresentatività" degli organismi di gestione collettiva*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 641 ss.

un adeguato compenso per l'utilizzo delle opere, pare evidente come l'ordinamento unionale miri a tutelare la libertà dell'artista di determinare i modi che reputa più convenienti per trarre un profitto dalla propria creazione⁷⁸.

E un analogo convincimento lo si trae dalla direttiva (UE) 2019/790⁷⁹, la quale conferma che a guidare il cammino del legislatore europeo e, perciò e indirettamente – mediante i noti meccanismi di armonizzazione ormai da anni adottati in materia di proprietà intellettuale –, quello dei singoli Stati membri, sia l'obiettivo di liberalizzazione nella gestione dei diritti IP⁸⁰.

Elemento determinante, in tal senso, è proprio la pervasiva diffusione degli strumenti tecnologici⁸¹, fenomeno che è probabilmente idoneo, se non a com-

⁷⁸ D'altronde, l'interpretazione che potrebbe in alternativa trarsi dai considerando 9 e 10 sarebbe nel senso di imputare al legislatore comunitario l'intento di tutelare l'interesse dell'artista ad un'adeguata remunerazione in senso oggettivo, e non invece, soggettivo – come proposto nel testo –, della sua libertà di (auto)determinazione degli strumenti, anche contrattuali, con cui perseguire tale risultato; interpretazione dai colori paternalistici che si porrebbe in contrasto con lo spirito stesso del sistema del diritto d'autore per come disegnato nell'Unione europea e in ogni singolo stato membro. Per essere ancora più chiari: il legislatore non mira (e non deve/può mirare) ad eterodeterminare gli strumenti cui l'artista possa far ricorso per spuntare un maggiore compenso nella cessione dei propri diritti su un'opera creativa; sicché la contrattazione collettiva non può esser preferita e imposta per legge rispetto a quella individuale se quest'ultima possa risultare più conveniente per l'artista. E ciò, come si è detto poco *supra* nel testo, in questo paragrafo, non solo in una dimensione statica, ma anche dinamica nella creazione di un ecosistema che possa accogliere le negoziazioni *per use* se queste, grazie alle *disruptive technologies*, possano anche solo astrattamente risultare più convenienti per gli autori.

⁷⁹ Si pensi alle nuove eccezioni *ivi* contemplate, oltre che agli artt. 15 e 17, rispettivamente in tema di pubblicazioni di carattere giornalistico (cfr. M. RICOLFI, *La tutela delle pubblicazioni giornalistiche in caso di uso online*, in *AIDA*, 2019, 33 ss.) e utilizzo di contenuti protetti da parte di prestatori di servizi di condivisione di contenuti *online* (cfr. A. COGO, *Online content-sharing platforms as users of copyrighted contents*, in *AIDA*, 2019, 68 ss.).

⁸⁰ Liberalizzazione sospinta in gran parte ricorrendo a strumenti di «armonizzazione» piuttosto che di «unificazione», nei termini chiariti da E. LOFFREDO, *Unificazione, armonizzazione e sussidiarietà nel diritto d'autore europeo*, in *AIDA*, 2016, 193 ss.; D. SARTI, (nt. 72), 9-10 ritiene che la liberalizzazione potrebbe condurre alla eliminazione di situazioni di monopolio (anche solo di fatto).

⁸¹ Anche sul piano economico, i costi di transazione potrebbero essere destinati a diminuire nell'ambiente telematico, che consente un controllo a distanza delle utilizzazioni, e potrebbe perciò aprire la strada ad un *digital rights management (DRM)* di contrattazione individuale; per alcuni spunti cfr. P. GOLDSTEIN, *Commentary on "An economic Analysis of copyright collectives"*, in *Virg. L. R.*, 1992, 413 ss., spec. 415, ove si legge che «a more ideal solution – for which the technology already exists – would be a computer-based licensing system [...] an interesting question [...] concerns the extent to which entrenched institutions, such as collecting societies, will slow the development of more efficient technologies»; G. HANSEN, A. SMITH, BISCHOFFSHAUSEN, *Economic Functions of Collecting Societies – Collective Rights Manage-*

portare una rottura degli schemi noti⁸², a condurre ad un ripensamento delle dinamiche e degli equilibri di mercato in chiave pro-competitiva, sì che, *de iure condendo*, il legislatore dovrebbe addirittura incentivare il ricorso alle *disruptive technologies* quali strumenti per il perseguimento di politiche tese ad una concorrenza effettiva⁸³.

ment in the Light of Transaction Cost – and Information Economics, 2007, 4 ss., spec. 11 ss., reperibile in bozza al link https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=998328; C. HANDKE, R. TOWSE, *Economics of Copyright Collecting Societies*, in *Int. R. IP and Competition Law*, 2007, 937 ss. Rileva una tendenza verso il modello della contrattazione individuale dei diritti connessi anche G. MAZZIOTTI, *New Licensing Models for Online Music Services in the European Union: From Collective to Customized Management*, Col. Public L. R. Paper No. 11-269, 2011, 1 ss. reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1814264.

⁸² T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, Giuffrè, 1962, 137 affermava che il livello di elaborazione tecnica del codice civile del 1942 non trovasse spesso riscontro, nella materia dell'impresa, in un pari livello di adeguatezza alla realtà economica, sì che si rendeva necessario «elaborare le categorie giuridiche in relazione a fenomeni reali e tenendo perciò conto della portata e del rilievo di questi [...] nel rispetto della legge positiva che vincola l'interprete». Da qui la celebre affermazione che a «tipologie della realtà» debbano corrispondere «*regulae iuris*» congrue e il riconoscimento che le categorie giuridiche del passato mal si adattassero ai nuovi fenomeni sociali, primo tra tutti la «produzione industriale di massa» (ID., *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali. Istituzioni di diritto industriale*, Milano, Giuffrè, 1960, 5). Come si cercherà di dimostrare in seguito, non appare un fuor d'opera proporre un parallelo tra ciò che è stata la produzione industriale di massa per Ascarelli e ciò che è invece, per noi, la diffusione delle *disruptive technologies*.

⁸³ Cfr. La nota *dissenting opinion* del giudice Stevens in *BMI v. CBS*, 441 US 1 (S. Ct., Apr. 17, 1979), 32, secondo cui in un sistema di *blanket licenses* «the user has no incentive to economize by, for example, substituting what would otherwise be less expensive songs for established favorites or by reducing the quantity of music used on a program». Certamente un sistema di licenze *per use* potrebbe incentivare un uso più intensivo di «*less expensive songs*». Il minor livello della *royalty per use* rifletterebbe peraltro la minore notorietà delle musiche e la loro inferiore appetibilità presso il pubblico. Si comprende così il tentativo dell'analisi economica del diritto di concentrarsi su un modello di offerta di licenze *per piece* che consente di imputare alla creazione dell'opera «prezzata» un costo di produzione superiore a zero, considerato che, come sostenuto da S.M. BESEN, S.N. KIRBY, S.C. SALOP, *An economic analysis of copyright collectives*, in *Virg. L. Rev.*, 1992, 383 ss., spec. 408, «the true marginal cost of each additional use of a song is zero»; e «thus, competitive licensing does not sacrifice this efficiency benefit of the blanket license». Di contro e in un'ottica efficientista, constatata correttamente D. SARTI, (nt. 25), 42, nt. 44, che la produzione di un'unità aggiuntiva di uso di musiche meno famose ha un costo marginale pari a zero, dal momento che la musica già prodotta non aumenta il proprio costo di produzione in funzione del numero delle relative utilizzazioni; e ad un tempo ha un'utilità marginale inferiore a quella delle composizioni più famose, poiché «la disponibilità del pubblico a pagare per un uso aggiuntivo un prezzo più o meno elevato riflette la più o meno elevata utilità sociale dell'uso medesimo». «Non vedo perciò alcuna ragione di in-

Potrebbe dirsi difatti avverata una perspicace previsione formulata in dottrina ormai più di un decennio fa⁸⁴, per cui, sulla scorta della rivoluzione tecnica che ha visto l'introduzione della tecnologia digitale e della telematica, si sarebbe assistito ad una dematerializzazione progressiva dei prodotti culturali destinati a circolare sulle sole «autostrade informatiche», senza più bisogno della consegna dei supporti materiali per mezzo dei quali sono stati fino a quel momento normalmente veicolati presso il pubblico. L'incrocio tra la telematica e la creazione o trasformazione delle opere in formato digitale ha portato all'abbattimento dei costi di riproduzione e trasmissione a distanza delle opere protette, che per mezzo di un *personal computer* possono essere ormai digitalizzate senza difficoltà anche dall'utente finale, e tramite *internet* possono essere messe in circolazione da questo stesso utente permettendone l'accesso ad un numero indefinito di destinatari.

Un simile discorso è ancor più vero oggi ponendo mente ai sistemi di *DLT* utilizzati per la gestione di diritti di proprietà intellettuale, i quali con tutta probabilità comprometteranno stabilmente l'effettività del diritto d'autore quale tecnica «reale» di appropriazione dei risultati della creatività intellettuale a causa dell'eliminazione del supporto materiale dell'opera. In tal modo, difatti, viene meno il «*corpus mechanicum*» come «*res*» e, di conseguenza, il mezzo in passato reputato indispensabile sul quale esercitare le tecniche di appropriazione generalmente note come «diritti di proprietà intellettuale»⁸⁵.

centivare usi di “*less expensive songs*” che hanno utilità marginale inferiore (e costi marginali corrispondenti) a quello delle composizioni più costose. Anche sotto questo profilo la *blanket license* si rivela la soluzione più efficiente: perché non prezza autonomamente l'uso delle musiche più famose, e con ciò incentiva gli usi delle composizioni più apprezzate dal pubblico». Pensiero che tuttavia, e con tutta probabilità, non poteva tener conto dei dirompenti effetti di tecnologie appena affacciate sul mercato, o comunque il cui uso nel campo dei diritti d'autore è recentissimo e ancora in gran parte inesplorato.

⁸⁴ Da M. BERTANI, *Diritto d'autore europeo*, Torino, Giappichelli, 2011, 196 ss.

⁸⁵ Ormai abbandonate le impostazioni che rintracciano alla base della materia industrialistica la nozione di azienda, l'assetto sistematico delle privative industriali (a ben vedere il concetto stesso di «privativa»), e del diritto d'autore in particolare, viene legato alla categoria dei «beni immateriali» o, preferibilmente, alla concorrenza e alla libertà d'impresa. Per la prima tesi, cfr. F. FERRARA jr., *La teoria giuridica dell'azienda*, Firenze, 1945, secondo il quale l'azienda sarebbe il bene immateriale protetto dalle discipline dei segni distintivi e della concorrenza sleale; M. ROTONDI, *Diritto industriale*, Padova, Cedam, 1965, che intravede nell'azienda la categoria ordinante del diritto industriale, con esclusione però del diritto d'autore. Chi invece pone al centro del sistema i beni immateriali reputa che le privative siano strumenti di appropriazione di cose non corporali, e risolve il diritto d'autore in un diritto esclusivo di natura reale sull'opera dell'ingegno intesa come bene in senso tecnico-giuridico. Cfr., con ricorso a ricostruzioni diverse, P. GRECO, *I diritti sui beni immateriali*, Torino, Giappichelli,

4. Blockchain e regole di allocazione dei diritti patrimoniali d'autore.

Se alle radici della liberalizzazione dei diritti vi è lo sviluppo tecnologico, è ben possibile che i sistemi di *DLT*, e la *blockchain* nello specifico, consentano di superare anche alcuni dei problemi legati all'urgenza di porre un limite al c.d. *value gap* e di assicurare una più equa ed effettiva distribuzione dei proventi lungo tutta la filiera dell'industria creativa (*revenue sharing*)⁸⁶. In questo senso, si può dire che lo sviluppo di nuovi modelli di *business* basati sulla valorizzazione del dato (*data-driven*) ha contribuito a spostare l'attenzione dalla protezione alla tariffazione.

Un sistema che sfrutti a pieno il potenziale della *blockchain* potrebbe far sì che, ogni qual volta un utente intenda fruire di un contenuto protetto su una

1948; ID., *Saggio sulle concezioni del diritto d'autore*, in *Riv. dir. civ.*, 1964, I, 539 ss., spec. 547 ss.; F. VOLTAGGIO LUCCHESI, *I beni immateriali*, Milano, Giuffrè, 1962, 67 ss. In chiave critica rispetto ai beni immateriali come categoria dogmatica pragmaticamente utile cfr. M. CASANOVA, *Beni immateriali e teoria dell'azienda*, in *Riv. dir. comm.*, 1945, I, 78 ss., che qualifica l'opera dell'ingegno come un'attività ed il diritto d'autore come una riserva su di essa, strutturalmente analoga ai diritti di monopolio; similmente, per l'inquadramento delle privative industriali nella categoria dei «diritti soggettivi di monopolio», R. FRANCESCHELLI, *Trattato di diritto industriale*, Milano, Giuffrè, 1960, II, 575 ss. Per la centralità della categoria della «concorrenza» cfr. T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza* (nt. 82), 48 ss., spec. 50, che riconosce nelle privative industrialistiche dei diritti assoluti posti a tutela della «probabilità di guadagno» conseguibile attraverso l'uso della risorsa protetta nei confronti dei terzi, sì che la disciplina di queste svolge una funzione di «ripartizione di possibili clientele» tra i concorrenti; R. FRANCESCHELLI, *op. cit.*, 526 ss., il quale riconosce ai diritti di privativa industriale la funzione di stimolo dell'innovazione concorrente. Opinione ancora diversa, da ultimo, è quella di M. LIBERTINI, *Tutela e promozione delle creazioni intellettuali e limiti funzionali della proprietà intellettuale*, in *AIDA*, 2014, 299 ss., spec. 335-336 il quale, ponendosi il dubbio se la proprietà intellettuale e, con essa, i diritti di esclusiva, abbiano ancora una ragion d'essere sistematicamente fondata, anzitutto considera pienamente superate la prospettiva individualistica della teoria ottocentesca dei beni immateriali, e l'idea della centralità dello schema concettuale della «proprietà» nella disciplina delle creazioni intellettuali. Ciò che lo porta a considerare necessario il guardare alla proprietà intellettuale (intesa alla stregua di un diritto esclusivo dominicale) come ad uno dei possibili strumenti di politica economica, utilizzabili al fine di sostenere la creatività intellettuale e l'innovazione. Secondo l'A. la proprietà intellettuale avrebbe perciò come ancoraggi apicali la libertà d'impresa e la tutela della concorrenza, sì che debba essere mantenuta e difesa (solo) nella misura in cui contribuisca effettivamente ad incrementare l'efficienza dinamica dei mercati e il benessere economico collettivo.

⁸⁶ Sulla difficoltà di garantire questo flusso di risorse, si vedano le riflessioni di A. BERTONI, M.L. MONTAGNANI, *La modernizzazione del diritto d'autore e il ruolo degli intermediari Internet quali propulsori delle attività creative in rete*, in *Dir. inform.*, 2015, 111 ss., spec. 128. Sul *value gap* cfr. A. BRIDY, *The Price of Closing the "Value Gap": How the Music Industry Hacked EU Copyright Reform*, in *Vand. J. Ent. & Tech. L.*, 2020, 323 ss.

data piattaforma, questa invii una *query* allo *smart contract*⁸⁷ il quale, verificate le condizioni di accesso, registri il dato sulla *blockchain* e sblocchi di pari passo il contenuto richiesto, mentre trasferisce sul conto degli autori il compenso convenuto. La corresponsione delle *royalties*, rispetto alla quale oggi gli autori faticano ad esercitare un controllo efficace, potrebbe divenire semplice e automatica, quindi istantanea e certa. Inoltre, grazie alla disintermediazione degli scambi che abbatte i costi di transazione, tutti potrebbero partecipare al sistema di *revenue-sharing*, anche gli autori indipendenti e, in generale, i beneficiari di *micropayment*⁸⁸.

Sul versante del finanziamento dei progetti artistici, i sistemi di *blockchain* consentirebbero agli artisti – che la legge stessa abilita a disporre dei propri diritti su opere future (*ex art. 120 l. aut.*, a patto che le creazioni siano determinate o determinabili) – di ricorrere allo schema dell'*Initial Coin Offering (ICO)* per emettere «*copyright token*», i quali rappresenterebbero una quota del diritto d'autore di regola proporzionale all'investimento effettuato⁸⁹. Si verrebbe in astratto a costituire tra i *token holder* una comunione sul diritto autorale, con i medesimi problemi in punto di gestione che potrebbero invero crearsi anche nei casi in cui la comunione non sorga in ragione dell'*ICO*.

Per una corretta impostazione dell'itinerario argomentativo, occorre però anzitutto guardare alla situazione attuale, ove anche la gestione collettiva dei diritti d'autore in comunione è incisa dalla moltiplicazione delle società di gestione collettiva, sì che si possa addirittura immaginare una paralisi dell'azione di riscossione determinata dalla frammentazione dei soggetti con cui un utilizzatore debba confrontarsi per determinare e negoziare i compensi⁹⁰.

⁸⁷ Cfr. *supra* par. 2, nt. 48, 49 e 50.

⁸⁸ Così C. SANDEI, (nt. 15), 208 ss., secondo la quale, «[o]vviamente per abbattere del tutto le barriere all'ingresso e realizzare un modello di creatività diffusa (tanto sul lato della produzione, che della fruizione) bisognerebbe intervenire anche su altri aspetti, a cominciare dal problema della scelta dei criteri di riparto dei proventi fra gli autori (*pay per-stream vs. pay per-subscriber*), per poi passare a quello delle c.d. *filter bubbles* e dell'impatto anticoncorrenziale che determinate strutture, per la loro dimensione, attività, operatività, possono esercitare sul mercato».

⁸⁹ Cfr. C. SANDEI, *Initial coin offering e appello al pubblico risparmio*, in *Diritto del Fin-Tech*, (nt. 3), 285 ss.; EAD., (nt. 15), 213 ss.; EAD., (nt. 8). Nel secondo dei due lavori citati, l'A. avverte che, come per tutte le altre *ICO*, anche l'offerta dei *copyright tokens* porta con sé il rischio che il sottoscrittore non consegua quanto promesso, «vuoi perché l'autore non sa come condurre a termine il progetto, vuoi perché i fondi destinati allo scopo potrebbero essere distratti o sottratti, vuoi infine anche perché ci potrebbero essere dei *fork* associati all'emissione di nuovi *token* che potrebbero ridurre il valore di quelli già in circolazione».

⁹⁰ Cfr. V. FALCE, *Gestione dei diritti, disintermediazione e Collecting Societies. La modernizzazione del diritto d'autore*, in *AIDA*, 2012, 105 ss.; P. CUOMO, (nt. 77), 641 ss.

Quest'ultima questione può così essere sintetizzata: *i*) l'art. 22, terzo comma, del d.lgs. n. 35/17 stabilisce che «la concessione delle licenze avviene a condizioni commerciali eque e non discriminatorie e sulla base di criteri semplici, chiari, oggettivi e ragionevoli», aggiungendo poi al comma successivo che «le tariffe relative a diritti esclusivi e a diritti al compenso devono garantire ai titolari dei diritti una adeguata remunerazione ed essere ragionevoli e proporzionate in rapporto, tra l'altro, al valore economico dell'utilizzo dei diritti negoziati, tenendo conto della natura e della portata dell'uso delle opere e di altri materiali protetti, nonché del valore economico del servizio fornito dall'organismo di gestione collettiva»; *ii*) non può allora ritenersi «equa» e «ragionevole» una *blanket license* che pretenda di estendersi ad opere o diritti non rientranti nel repertorio amministrato dalla società di gestione collettiva, e dei quali questa non sarebbe legittimata a disporre; né tanto meno una simile ipotetica licenza potrebbe ritenersi proporzionata al «servizio fornito» dall'organismo di gestione collettiva⁹¹.

Il discorso prosegue⁹² con *iii*) una riflessione sull'effettiva «rappresentatività» delle *collecting*, non essendo sempre semplice verificare quale società di gestione possa dirsi mandataria per la gestione dei diritti di uno o più autori;

⁹¹ Aggiunge P. CUOMO, (nt. 77), 647 e 651-652 che su tali basi, è indubbio che l'organismo di gestione collettiva debba commisurare i compensi richiesti agli utilizzatori alla effettiva consistenza e al valore delle opere e dei diritti amministrati. Da tanto potrebbe inoltre desumersi che l'organismo di gestione collettiva, nella determinazione dei compensi richiesti, debba tenere conto anche dell'importanza del proprio repertorio rispetto a quello amministrato dagli altri organismi di gestione collettiva operanti nel medesimo settore. «Da un lato, gli utilizzatori si aspettano un adeguamento (e in concreto una riduzione) dei compensi da pagare all'ex monopolista a fronte del fatto che una parte più o meno ampia delle opere e/o dei diritti da essi utilizzati e in precedenza amministrati da SIAE sono passati sotto l'egida di altri organismi di gestione collettiva. Dall'altro, SIAE resiste a simili richieste in base all'argomento che i compensi da essa richiesti si giustificano a fronte del fatto che la licenza da essa concessa copre l'intero repertorio amministrato, e che tale repertorio sarebbe rimasto invariato o addirittura avrebbe visto incrementata la propria consistenza, grazie all'entrata di nuove opere o diritti capaci di compensare l'uscita di quelli passati in gestione ad altre *collecting*». Le conseguenze restrittive di tale opzione, invero priva di alternative, si riverberano: *a*) sugli utilizzatori, nella misura in cui potrebbe determinare l'imposizione di tariffe eccessive, in quanto incorporanti anche il valore di prestazioni non richieste; *b*) sugli stessi titolari dei diritti, potendo indurre gli utilizzatori a ridurre gli investimenti nello sfruttamento di opere protette (ad es. rinunciando a una parte delle *blanket licenses* utilizzate); *c*) per eventuali *collecting* interessate ad operare nel mercato italiano, potendo creare delle barriere all'entrata in quanto gli utilizzatori, non potendo ridurre l'importo dei compensi pagati agli *incumbent*, non avrebbero sufficienti incentivi a stipulare licenze con eventuali nuovi entranti.

⁹² P. CUOMO, (nt. 77), 653-654.

ciò non tanto quando un autore revochi il mandato ad una *collecting* per passare ad un'altra⁹³, quanto soprattutto quando vi siano una pluralità di mandati che abbiano ad oggetto opere in contitolarietà. E infatti, qualora i contitolari siano rappresentati da più di una *collecting*, sarà necessario non solo stabilire l'allocazione della legittimazione a rappresentare i diritti relativi all'opera, ma anche se siano legittimate tutte le società insieme o soltanto una o alcune, e i modi di esercizio della propria «rappresentatività»⁹⁴.

A ben vedere – e qui l'intreccio con la questione dei diritti d'autore in comunione su *blockchain* – le problematiche esposte troverebbero più semplice soluzione proprio se si facesse ricorso, nella gestione dei diritti *IP*, a sistemi *blockchain* sin dalla creazione dell'opera.

Il problema in sé della compatibilità delle norme in materia di comunione per le opere soggettivamente complesse⁹⁵ potrebbe difatti risolversi mediante una determinazione contrattuale delle modalità di allocazione dei diritti: l'utilizzo di una *blockchain* – l'accesso alla quale è consentito solo tramite *smart contract*⁹⁶ – impone una contrattazione; uno *smart contract* potrebbe in effetti esser visto come il *trait d'union* tra le condizioni per l'accesso alla *blockchain*

⁹³ In tal caso, per stabilire a partire da quale momento decorrano gli effetti della revoca del mandato conferito alla prima e, correlativamente, comincino quelli dell'incarico conferito alla nuova *collecting*, basterà interpretare il disposto normativo dell'art. 4, sesto comma, del d.lgs. n. 35/2017; per una convincente soluzione si rinvia a P. CUOMO, (nt. 77), 654.

⁹⁴ Per quanto dimostrato da P. CUOMO, (nt. 77), 655 ss., al fine di bilanciare la tutela della libertà di scelta dei singoli autori (o terzi titolari dei diritti, come ad esempio gli eredi dell'autore) con una corretta ed agile gestione dei diritti, non sarà possibile fare ricorso alla piana applicazione della disciplina sulla nomina dell'amministratore di un bene in comunione ex artt. 1106, secondo comma e 1105 c.c., così come il ricorso agli artt. 10, 33 ss. e 106-107 l. aut. porterebbe a ritenere; né tantomeno potrà ritenersi applicabile la disciplina della circolazione delle quote di comunione (art. 1103 c.c.).

⁹⁵ Semplici e in collaborazione, collettive; sulle quali cfr. M. BERTANI, (nt. 84), 76 ss.; P. AUTERI, *L'oggetto*, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*⁶, (nt. 60), 655 ss. Per l'astratta prevalenza della regola dell'unanimità su quella della maggioranza nella gestione in comunione dei diritti d'autore, al fine di preservare la funzione e la struttura del diritto patrimoniale d'autore come diritto d'esclusiva, cfr. P. CUOMO, (nt. 77), 660 ss.

⁹⁶ Del tema non è possibile occuparsi in questa sede, ma un profilo di criticità che quasi sicuramente si porrà, in futuro, con maggior consapevolezza in relazione all'utilizzo dei sistemi di *DLT* atterrà alla formulazione degli *smart contract* ed al «profilo causale» dei contratti cui sono legati. Una convincente qualificazione degli *smart contract* è quella fornita da S.A. CER-RATO, (nt. 25), 370 ss. in termini di «strumento di esercizio di attività contrattuale» sicché, nel caso che ci interessa, è possibile pensare ai contratti di edizione, a seconda che debbano disciplinare diritti derivanti da opere a stampa, musicali o audiovisive, ed al collegamento con gli *smart contract* destinati a dar loro esecuzione sulla *blockchain*.

(e quindi il contratto a monte in cui tali condizioni siano stabilite) e la *blockchain* stessa. Se così è, occorrerà semplicemente inserire tra le clausole del contratto – per quanto visto comunque necessario – l’indicazione del soggetto a cui spetta il diritto di decidere le forme di sfruttamento dei diritti⁹⁷, decisione che verrà poi eseguita ad opera dello *smart contract*. Agli investitori (per esempio nel caso di una *ICO*) o agli altri artisti comunisti (che avranno ceduto i propri diritti patrimoniali relativi allo sfruttamento dell’opera) dovrà essere destinata una quota non già del diritto d’autore, ma dei ricavi provenienti dal suo sfruttamento. In questo modo gli artisti avrebbero la possibilità di raccogliere finanziamenti dal pubblico, senza però che si vengano a determinare interferenze nella gestione dei diritti d’autore (soprattutto dei rapporti di licenza).

Quanto alle creazioni intellettuali per le quali il regime di circolazione non sia stato legato sin dall’origine ad una *blockchain*, con specifico riguardo alle opere frutto di collaborazione creativa di cui si diceva poc’anzi, il ricorso a tali sistemi sposterebbe la scelta dalla *collecting* a cui rivolgersi alla gestione dei diritti in sé, secondo la disciplina prevista per i diversi tipi di opere collettive e, in via residuale, in regime di comunione. Ciò con il vantaggio che ogni condizione sarebbe stabilita negli *smart contract* che, a loro volta, avrebbero automatica esecuzione al ricorrere dei requisiti in essi fissati.

In altre parole, non si tratterebbe più di metter d’accordo i titolari sulla *collecting* che debba gestire i loro diritti, o di disciplinare gli esiti dell’opzione per più soggetti che debbano gestire *pro quota* i diritti di diversi autori su una stessa opera, quanto, in un primo momento – quello della scelta di utilizzare la *blockchain* – di comporre gli interessi degli autori mediante tecniche negoziali, applicando in un secondo momento e più agilmente la disciplina prevista dalla legge.

Il ricorso alla *blockchain* consentirebbe poi di colmare la lacuna che l’ordinamento destina a coloro che non abbiano scelto (e magari non intendano scegliere) una *collecting* per la gestione dei propri diritti (cc.dd. «apolidi»). Si è ricordato in precedenza come l’art. 180, quarto comma, l. aut. prevedes-

⁹⁷ Cfr. A. COGO, (nt. 25), 16-17, secondo il quale, ragionando sul caso in cui cessionaria dei diritti sia un’impresa culturale, sebbene possa accadere che il contratto riguardi opere o prestazioni cui i rispettivi autori non attribuiscano un valore artistico, per le quali sono dunque disposti ad abdicare al potere di controllo e talora anche al riconoscimento della paternità in cambio di una remunerazione immediata e più consistente, spesso sarebbe vero esattamente il contrario. Tali accordi sarebbero il frutto, nella maggior parte delle volte, dell’elevato valore riconosciuto da autori e artisti al proprio lavoro, sì che intendono comunicarne i frutti al pubblico con l’ausilio di imprese culturali dotate di mezzi e capacità rassicuranti.

se, già prima della liberalizzazione nel mercato dell'intermediazione dei diritti *IP*, la possibilità per i titolari di tali diritti di una loro gestione diretta, senza conferire mandato alle società di gestione. La soluzione, pur da taluno propugnata⁹⁸, che rimette alle *collecting* il potere di riscuotere anche i compensi degli apolidi non può non lasciare perplessi⁹⁹, soprattutto perché, così opinando, ci si scontrerebbe frontalmente dapprima con la lettera e lo spirito dell'art. 180, quarto comma, l. aut., di poi con il modificato assetto sistematico, la cui certa direzione di marcia è oramai nel senso della liberalizzazione.

E in effetti, con tutta probabilità, a gestire i compensi degli autori apolidi finirebbero con l'essere le società di gestione collettiva con maggiori opere nei propri repertori, cioè le *collecting* più solide, così determinando un effetto escludente o di barriera all'ingresso del mercato per le nuove *collecting*; ciò che, per l'appunto, determinerebbe un effetto contrario tanto alla *ratio* della nuova normativa che disciplina la materia, quanto alla libertà riconosciuta a ciascun artista di scegliere da quale intermediario farsi rappresentare e, al vertice, se farsi rappresentare da un intermediario o meno. La *blockchain* contribuirebbe, in questo senso, a dare effettività a tale libertà.

Un ulteriore beneficio derivante dal ricorso alle *DLT* potrebbe da ultimo consistere, per i titolari dei diritti d'autore, nell'abbattimento dei costi legati alle misure tecnologiche di protezione del *copyright* dalla pirateria (*Digital Rights Management* o *DRM*¹⁰⁰) – e con essi quelli per il contrasto agli attacchi informatici –, e per gli utenti in procedure di fruizione meno farraginose dei contenuti acquistati. Una distribuzione del contenuto regolata attraverso uno *smart contract* darebbe accesso, di contro, ad una protezione che è già

⁹⁸ Ci si riferisce in particolare alle pronunce secondo le quali la SIAE sarebbe mandataria *ex lege* di tutti i titolari di diritti d'autore: cfr. Trib. Grosseto 30 aprile 1991, in *IDA*, 1996, 245; Trib. Catania 26 luglio 1993, *ivi*, 329; Trib. Treviso 8 marzo 1997, in *AIDA*, 1998, 523; Trib. Milano 29 luglio 2010, in *AIDA*, 2011, 1435.

⁹⁹ Si concorda in ciò con P. CUOMO, (nt. 77), 678 ss.

¹⁰⁰ Così anche A. MUSSO nel suo intervento nell'ambito della Videoconferenza per la Giornata Mondiale del Diritto d'Autore 2022, *Copyright, Blockchain e utilizzo fisico. Il futuro descritto da AIDA*, disponibile al link https://www.associazioneaida.org/futuro_copyright/, ritenendo che gli *NFT* possano essere considerati come informazioni sulla gestione dei diritti (*DRM*) che già il Trattato WIPO del 1996 (*WCT*) consentiva di inserire sui supporti (art. 12, par. 2, ove si prevede che per «informazioni sulla gestione dei diritti» si intenda qualunque informazione che identifichi l'opera, l'autore, il titolare di qualsiasi diritto sull'opera, ovvero qualunque informazione circa le condizioni di utilizzazione dell'opera o qualunque numero o codice che racchiuda tali informazioni, qualora anche uno solo di questi elementi di informazione figuri su una copia dell'opera o compaia in una qualche comunicazione al pubblico ad essa relativa).

insita nell'architettura di rete e garantita dalla rete stessa, senza alcun bisogno di ricorrere a complessi meccanismi aggiuntivi e, considerata «l'immutabilità» dei blocchi, senza neanche il rischio che qualcuno li possa manomettere. In qualche modo sarebbe un sistema simile a quello di Spotify per la gestione e riscossione diretta dei diritti d'autore da parte di una comunità di autori musicali.

La *tokenizzazione* di un bene attualizzerebbe, per tutto quanto sin qui detto, la possibilità di controllare ogni singolo accesso al bene digitale, subordinando il rilascio (e la registrazione) della chiave alla verifica della legittimazione del richiedente all'interno della *blockchain*, oltre a rafforzare la tutela autorale e migliorare l'efficienza del mercato del *copyright*, sì da recuperare anche quella pienezza proprietaria messa in crisi dal sistema digitale¹⁰¹. E l'impatto della *blockchain* sulla dimensione della distribuzione delle opere sortisce per certo, come si vedrà *infra*, i propri effetti anche sul principio di esaurimento.

5. NFT e opere ad esemplare unico.

Passando agli specifici profili dell'utilizzo di *NFT* in campo artistico, è cruciale intendere (e perciò ribadire) che l'opera non è sovrapponibile all'*NFT*; ma il *file* contenente la creazione è normalmente incorporato nell'*NFT*, che a sua volta incorpora un *URL* che indirizza al *file* originario.

Può invero capitare che in alcuni casi sulla *blockchain* venga memorizzato il *file* vero e proprio, anziché i metadati che ad esso si riferiscono; ma – allo stato dell'arte – ciò accade raramente perché la memorizzazione di informazioni sulla *blockchain* ha un elevato costo di progettazione, ed è quindi più conveniente ricorrere a un collegamento esterno che conduce al *file*.

Sul piano giuridico, il *token* può non essere perciò di per sé un'opera creativa che veicola la forma espressiva originale dell'autore (ma un insieme di metadati), esulando quindi dall'ambito di applicazione del diritto d'autore; e però le fonti del diritto e le norme sul diritto d'autore restano sempre le uniche applicabili (e doverosamente) anche al mondo delle *disruptive technologies*. Tuttavia, la maggior parte dei *token* fa riferimento e conduce a un *file* digitale, tramite un collegamento ipertestuale, e tale *file* potrebbe essere protetto da *copyright*.

L'*NFT* può essere allora talvolta qualificato come una ricevuta di autentici-

¹⁰¹ C. SANDEI, (nt. 15), 210 ss.

tà firmata crittograficamente di una copia unica di un'opera, che apre la strada a una rivendicazione di proprietà sulla copia stessa. I principi base in tema di proprietà faticano a trovare adattamento nel mondo digitale a causa dell'infrastruttura tecnologica (*internet*), un ambiente in cui produrre copie è un'attività pressoché a costo zero che può essere fatta senza mai perdere le qualità del documento originale e senza mai privarne il precedente «proprietario» (il che si traduce nella circostanza che un numero illimitato di soggetti possa godere in contemporanea di un dato bene).

A questo proposito, come già si osservava, la promessa degli *NFT* è di introdurre nel mondo digitale il concetto di scarsità e di riprodurre le dinamiche della proprietà su beni rivali, dove è il diritto di proprietà a garantire che il suo titolare sia in grado di escludere altri dal beneficio o dallo sfruttamento del proprio bene.

Focalizzando l'attenzione sul problema dell'opera ad esemplare unico, va tuttavia posto l'accento tonico su un aspetto fondamentale: a differenza della proprietà tradizionalmente intesa, che si traduce in una limitazione all'accesso e alla circolazione di un bene (ciò che di fatto gli attribuisce un valore economico), con gli *NFT* il *file* originale rimane disponibile, ed è sempre possibile avere accesso alle copie e farne di nuove. Tuttavia, gli *NFT* hanno un valore di mercato, e sono scambiati da persone attratte dalla loro unicità, sebbene sia sempre garantito il pieno accesso al *file* «incorporato» (*file* che, molto probabilmente, verrà anche copiato); ciò equivale a dire che gli *NFT* creano un mercato per un nuovo artefatto digitale (metadati). Incarnano un concetto di «meta-proprietà» che consente l'esercizio di alcuni diritti tradizionalmente riservati ai titolari, lasciando al contempo inalterato l'accesso a un'opera e offrendo un nuovo modello di remunerazione per i creatori.

Per tale ragione, e nel caso – come si diceva – in cui l'opera sia ad esemplare unico, gli *NFT* potrebbero essere qualificati come «supporto» della stessa, *corpus mechanicum* che dà espressione e incorpora un *corpus mysticum* esteriorizzato e fissato anche su altro supporto, materiale o informatico, o nato ed esistente solo in formato digitale. Ciascuna delle due ipotesi pone problemi giuridici nuovi e rilevanti, che sembrano tuttavia trovare soluzioni convergenti.

Si consideri dapprima il caso dell'opera nativa digitale, con riferimento alla quale occorre comprendere in apice se il ricorso all'*NFT* (e perciò anche alla *blockchain*) come «supporto» che le attribuisce alcuni caratteri specifici, primi tra tutti la scarsità nella dimensione digitale (e talvolta anche reale) e il «pub-

blico» cui è destinata¹⁰², possa dirsi una scelta creativa dell'artista e possa quindi impattare sull'originalità della stessa opera; se la *Crypto Art*¹⁰³ (probabilmente da ricondurre nell'alveo della *Digital Art*, già in voga dagli anni '70¹⁰⁴) costituisca, in altri termini, una nuova forma d'arte, al pari della *Street Art*, *Landscape Art* e *Tattoo Art*¹⁰⁵.

È evidente che la definizione di cosa sia o non sia da considerare una nuova forma o corrente artistica non è operazione che possa utilmente esser lasciata alle competenze di un giurista, il quale è però chiamato a stabilire i confini della «creatività» richiesta dal legislatore per l'accesso alla tutela autorale. Se si ammette dunque che la circostanza della creazione in «ambiente crittografico» possa rappresentare il principale requisito di una nuova forma d'arte, si dovrà verificare come gli specifici caratteri di questa si riverberino nella dimensione giuridica.

Nel prevedere che «[s]ono protette ai sensi della legge le opere dell'ingegno di carattere creativo che appartengono alla letteratura, alla musica, alle arti figurative, all'architettura, al teatro ed alla cinematografia, qualunque ne sia il modo o la forma di espressione», l'art. 1 l. aut., fissando la regola dell'indifferenza della forma di espressione ai fini dell'accesso dell'opera alla tutela autorale, non esclude la necessità dell'espressione di una forma (regola di esigenza della forma di espressione)¹⁰⁶. Come nel caso della crypto-arte, il sup-

¹⁰² Anche se in relazione al diritto patrimoniale di comunicazione al pubblico mediante mezzi di diffusione a distanza (art. 16 l. aut.), per la nozione di «pubblico» come un numero considerevole di persone, indeterminato *ex ante*, cui la comunicazione è anche solo potenzialmente rivolta, cfr. L.C. UBERTAZZI, *Spunti sulla comunicazione al pubblico dei fonogrammi*, in *AIDA*, 2005, 292 ss. e la nota sentenza della CGUE, causa C-351/12, caso *OSA*, in *AIDA*, 2014, 574.

¹⁰³ Cfr. l'archivio contenuto in <https://cryptoart.io>, nonché l'informato (anche se scettico) articolo di M. FRANCESCHET, *Crypto art: nascita e caduta di un movimento artistico*, in *lavoce.info*, 24 agosto 2021, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.lavoce.info/archives/89134/crypto-art-nascita-e-caduta-di-un-movimento-artistico/>.

¹⁰⁴ Cfr. H. HIGGINS, D. KAHN (eds.), *Mainframe Experimentalism. Early Computing and the Foundation of the Digital Arts*, Orlando, University of California Press, 2012.

¹⁰⁵ Sulle quali cfr. la recente monografia di F. BENATTI, *Diritto d'autore*, (nt. 14), *passim*, ma spec. 11 ss. e 67 ss., ove anche riferimenti di diritto comparato al requisito della «fixation», non previsto dalla legge italiana sul diritto d'autore ma in alcuni ordinamenti di *common law*; e già prima EAD., *Il supporto dell'opera*, (nt. 14), 398 ss.

¹⁰⁶ Per le ragioni, anche di carattere comparatistico, che fondano tale principio cfr. O. PIGNATARI, *Le support en droit d'auteur*, Bruxelles, Larcier, 2013, 89; F. BENATTI, *Il supporto dell'opera*, (nt. 14), 398 ss. Nel suo già citato (v. nt. 100 *supra*) intervento nell'ambito della Videoconferenza per la Giornata Mondiale del Diritto d'Autore 2022, Copyright, Blockchain e

porto può talvolta essere frutto di una scelta specifica dell'autore – giustificata dalle caratteristiche del supporto stesso –, in quanto forma di espressione delle proprie idee, che incide sul carattere creativo dell'opera. L'interrogativo può pertanto esser riguardato da un angolo visuale più di vertice, sino a coinvolgere il requisito dell'originalità, necessario per l'accesso alla protezione autorale¹⁰⁷: poiché tale requisito, che ha ad oggetto la «forma» (esterna e interna) dell'opera e non le idee in essa contenute (eccetto che per le opere cc.dd. utili), riflette la personalità dell'artista¹⁰⁸, ne va stabilito il grado di intensità¹⁰⁹.

utilizzo fisico. Il futuro descritto da AIDA, A. MUSSO (ma cfr. già prima ID., *Diritto d'autore sulle opere dell'ingegno letterarie e artistiche*, cit., 13 ss., 47 ss., 115 ss. e spec.128 ss.) sottolinea come uno dei problemi centrali del sistema autorale «bernese» sia rappresentato, oggi più che in passato, dal divieto dettato dalla Convenzione di Berna di imporre formalità costitutive per l'acquisto del diritto d'autore; ciò genera incertezza per chiunque produca creazioni intellettuali, potendosi in qualsiasi momento veder chiamato in giudizio per plagio, e sarà un problema ancor più diffuso con l'avvento degli *NFT*.

¹⁰⁷ Non si incontra nell'ordinamento unionale, né tanto meno in quelli interno e internazionale, una nozione generale di «originalità»; alcune fonti dell'Unione europea ne forniscono, però, una definizione limitatamente a tipologie specifiche di opere dell'ingegno (v. ad esempio l'art. 1 della direttiva 91/250/CEE relativa alla tutela giuridica dei programmi per elaboratori che; l'art. 3, n. 1), della direttiva 96/9/CE relativa alla tutela giuridica delle banche di dati; l'art. 6 della direttiva 2006/116/CE concernente la durata di protezione del diritto d'autore e di alcuni diritti connessi).

Sul requisito dell'originalità alla luce del rinnovato ambiente anche digitale in cui si trovi a dover essere definito, cfr. da ultimi e per tutti A. MUSSO, *L'impatto dell'ambiente digitale su modelli e categorie dei diritti d'autore o connessi*, in *Riv. trim. dir. proc. Civ.*, 2018, 471 ss., spec. 503 ss.; S. GUIZZARDI, *Il requisito della originalità delle opere dell'ingegno come armonizzato dalla Corte di Giustizia*, in *AIDA*, 2020, 3 ss.

¹⁰⁸ È solo il caso di ricordare come nel nostro ordinamento la creatività rappresenti il criterio per identificare le opere che accedono alla tutela autorale tra quelle che appartengono alle categorie di cui l'art. 2 l. aut. fornisce un'elencazione meramente esemplificativa. E che le opere per le quali l'artista gode della protezione autorale siano solo quelle in cui sia percepibile un certo gradiente di espressione della sua personalità è confermato dal fondamento teorico stesso del diritto d'autore, soprattutto se letto in combinato con il dato costituzionale. Cfr. G. OPPO, *Creazione ed esclusiva nel diritto industriale*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, 187 ss.; ID., *Conversazione sul diritto industriale*, in *AIDA*, 2002, 337 ss., che fornisce una chiave di lettura delle privative industriali come forme di tutela del lavoro intellettuale creativo (fondate sull'art. 35 Cost.); L.C. UBERTAZZI, *Diritto d'autore*, in *Dig. Disc. Priv., sez. comm.*, IV, 1989, 364 ss., che distingue tra diritti morali e diritti patrimoniali d'autore, i primi fondati sugli artt. 2, 4, 9 e 33 Cost., i secondi sugli artt. 35 e 42 Cost.; P. SPADA, *«Creazione ed esclusiva», trent'anni dopo*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, 215 ss.; R. ROMANO, P. SPADA, (nt. 60), 3 ss., per l'interpretazione del diritto d'autore come tutela dell'investimento economico degli intermediari che permettono la creazione di nuove opere, costituzionalmente fondata sull'art. 41 Cost. che garantisce la libertà di iniziativa economica privata; da ultimo, M. LIBERTINI, (nt. 85), 335-336: «la proprietà intellettuale ha come ancoraggi apicali, al

E mi pare che, almeno *in thesi*, non vi siano per le opere della crypto-arte motivi di ostacolo per l'accesso alla tutela autorale, posto che, nei casi in cui il supporto costituisca non solo il substrato necessario alla creazione dell'opera, ma una vera e propria scelta dell'autore che incide sulla estensione della fruizione della stessa da parte di terzi, l'uso di uno specifico supporto per un'opera ad esemplare unico possa in ultima istanza tradursi in una decisione sulle modalità del suo sfruttamento economico. Per una dimostrazione, si pensi alla *Street Art*: la scelta del supporto (una parete) collocato in un contesto urbano concretizza la volontà dell'autore di estendere nella misura più ampia possibile la fruizione dell'opera ad un pubblico¹¹⁰.

Il principale precipitato in punto di disciplina delle conclusioni raggiunte sui caratteri della fattispecie sarebbe che una modifica, un cambiamento o, in sintesi, ogni tipo di intervento materiale sul supporto, determinerebbe una nuova forma di sfruttamento economico dell'opera, che l'art. 12 l. aut. riconosce in esclusiva all'autore¹¹¹, o in alternativa una forma di riproduzione (o «adattamento»¹¹²) o elaborazione creativa dell'opera. E così, come per le

giorno d'oggi, la libertà d'impresa e la tutela della concorrenza, e dev'essere mantenuta e difesa (solo) nella misura in cui contribuisca effettivamente ad incrementare l'efficienza dinamica dei mercati e il benessere economico collettivo».

¹⁰⁹ Se per accedere alla tutela autorale sia cioè sufficiente una creatività «semplice», o se sia necessario un grado più intenso, «qualificato»; sul punto è sufficiente rinviare a M. BERTANI, (nt. 84), 122 ss.; P. FABBIO, *Opere protette e requisiti di tutela nel diritto d'autore UE*, in *AI-DA*, 2016, 281 ss.; G. SPEDICATO, *Principi di diritto d'autore*, Bologna, Il Mulino, 2020, 48 ss.; S. GUIZZARDI, (nt. 107), 3 ss.

¹¹⁰ Così F. BENATTI, *Diritto d'autore*, (nt. 14), 95 ss. e EAD., *Il supporto dell'opera*, (nt. 14), 408 ss., ove l'osservazione che la rilevanza giuridica del supporto è tale da identificare una forma d'arte specifica: nella *Street Art*, la strada è il punto di riferimento peculiare di questa forma d'arte; il supporto e il suo contesto sono quindi elementi imprescindibili e insostituibili dell'opera d'arte. L'importanza del supporto si riflette sulle caratteristiche ontologiche dell'opera come *site-specific*, *ephemeral*, e liberamente fruibile. Le stesse caratteristiche le si trovano in altre tipologie di arte come la *Tattoo Art*, che sceglie il corpo umano come supporto delle opere; oppure la *Land Art*, che utilizza a tal fine i monumenti pubblici o elementi della natura, etc. In queste forme d'arte, se cambia il supporto cambia il tipo di arte di riferimento e le conseguenze in termini di diritto d'autore.

¹¹¹ È noto come l'art. 12 l. aut. preveda che spetti all'autore «il diritto esclusivo di utilizzare economicamente l'opera in ogni forma e modo, originale o derivato», ed è tale norma che porta D. SARTI, *Diritti esclusivi e circolazione dei beni*, Milano, Giuffrè, 1996, 131 ss.; ID., *Proprietà intellettuale, interessi protetti e diritto antitrust*, in *Riv. dir. ind.*, 2002, 547 ad individuare il fondamento comune delle esclusive nel potere del titolare di decidere le dimensioni di disponibilità dei beni protetti. Sulla nozione di «utilizzazione economica» cfr. R. ROMANO, (nt. 14), 127.

¹¹² Se vi sia una differenza tra il diritto di adattamento, consistente nella variazione del sup-

opere «materiali», se si reputa – come pare corretto – che la tokenizzazione sia un diritto di sfruttamento economico nuovo e atipico, esso spetterà all'autore, anche se abbia ceduto a terzi i diritti di riproduzione ed elaborazione creativa dell'opera; ciò in applicazione del principio di indipendenza dei (fasci di) diritti patrimoniali ricavabile dall'art. 19 l. aut. Altrimenti, il diritto di incorporazione in un *token* e i relativi proventi, derivanti dalla sua successiva circolazione, spetteranno al titolare del diritto di riproduzione o elaborazione creativa (e, evidentemente, di distribuzione), salvo a stabilire se, essendo un'opera ad esemplare unico, all'autore non spetti anche in questo caso il diritto di seguito.

6. NFT e diritto di seguito.

Le conclusioni raggiunte nel paragrafo precedente inducono a riflettere sul possibile riconoscimento all'autore dell'opera ad esemplare unico incorporata in un *NFT* del diritto di seguito o *droit de suite*¹¹³, un particolare diritto di na-

porto originale di un'opera, e di riproduzione è discusso. Per i termini della questione cfr. M. BERTANI, (nt. 84), 166, per il quale «si potrebbe obiettare che il legislatore europeo non assegna espressamente al titolare della privativa patrimoniale una riserva generale di elaborazione dell'opera (prevista invece dall'art. 18 l. aut.), ma si limita piuttosto a farlo soltanto nel caso dei programmi per elaboratore (art. 4.b dir. 24/2009) e delle banche dati (art. 5.b dir. 9/1996). Tuttavia, nel disegno del diritto d'autore comunitario l'elaborazione è ragionevolmente ricompresa all'interno del contenuto della privativa anche quando riguardi opere diverse da *software* e *database*. [...] Qualsiasi genere di modificazione dell'opera interferisce con interessi del titolare proteggibili dall'ordinamento soltanto qualora essa riprenda (almeno in parte) la forma espressiva della creazione originaria. Per conseguenza, ogni elaborazione comporta necessariamente (anche) la riproduzione parziale (della forma) dell'opera. E dunque è riservata al titolare della privativa dalle medesime regole che gli assegnano un'esclusiva sull'utilizzazione ora ricordata»; F. BENATTI, *Diritto d'autore*, (nt. 14), 105 ss., anche per ulteriori riferimenti dottrinali e giurisprudenziali (v. ad es. caso *Painer*).

¹¹³ Il diritto di seguito è stato introdotto, per la prima volta, in Francia nel 1920 ed incluso nella Convenzione di Berna del 1948, benché con carattere facoltativo. L'istituto è noto anche in ordinamenti extraeuropei, tra cui gli Stati Uniti, a seguito dell'adesione alla Convenzione di Berna, dove viene chiamato «*resale profit-sharing right*». Per una ricostruzione dell'istituto americano v. C. WU, *Art Resale Rights and the Art Resale Market: a Follow-up Study*, in *J. Copyright Soc'y U.S.A.*, 1998-1999, 531. In Italia v. S. STABILE, *Il diritto di seguito nel mercato dell'arte contemporanea*, in *Dir. ind.*, 2003, 387 ss.; A. MUSSO, (nt. 70), 257 ss.; S. STABILE, E. DEL SASSO, *Il "diritto di seguito" nel mercato primario dell'arte contemporanea*, in *Dir. ind.*, 2012, 507 ss.; M. LUPOI, *Recensione a «Le droit de suite et sa reconnaissance selon la Convention de La Haye sur les trusts. Tracing en droit civil suisse»*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2012, 460 ss.

tura patrimoniale¹¹⁴ che riconosce agli autori di opere dell'arte figurativa e di manoscritti, il diritto di ottenere un compenso su ogni vendita successiva alla prima cessione delle opere stesse da parte dell'autore, così limitando gli effetti economici del principio dell'esaurimento¹¹⁵.

Alle radici di tale previsione risiedono le particolarità del mercato delle opere d'arte¹¹⁶ che, diversamente dagli altri tipi di opere, acquistano valore con il passare del tempo o comunque laddove cresca la notorietà del loro autore. Con il c.d. *droit de suite*, pertanto, si è inteso «ristabilire l'equilibrio tra la situazione economica degli autori d'opere d'arte figurative e quella degli altri creatori che traggono profitto dalle successive utilizzazioni delle loro opere»¹¹⁷, assicurando ai primi una partecipazione economica adeguata all'aumento del valore dell'opera attraverso il riconoscimento di una percentuale sul maggior valore commerciale conseguito nelle successive vendite, ragguagliata alla differenza tra i prezzi dell'ultima vendita e di quella immediatamente precedente¹¹⁸.

L'art. 144 l. aut., introdotto a seguito del recepimento della direttiva 2001/84/CE¹¹⁹, pone limiti ben precisi all'operatività del diritto di seguito. Esso, in-

¹¹⁴ Si tratta di un diritto patrimoniale in qualche modo atipico giacché, pur avendo la stessa durata dei diritti di utilizzazione economica (ex art. 148 l. aut.), «non può formare oggetto di alienazione o di rinuncia, nemmeno preventivamente» ai sensi dell'art. 147 l. aut.

¹¹⁵ In tal senso G. SPEDICATO, (nt. 109), 121, che interpreta il diritto di seguito come «una limitata eccezione al dispiegarsi del principio di esaurimento del diritto di distribuzione», precisando che «se per un verso, infatti, quest'ultimo preclude all'autore la possibilità giuridica di controllare in modo esclusivo l'ulteriore circolazione degli originali e delle copie dell'opera allorché essi siano stati messi sul mercato, il diritto di seguito affievolisce le conseguenze economiche di tale perdita di controllo riconoscendo all'autore una percentuale sul prezzo di vendita degli originali o delle copie prodotte in numero limitato dall'autore o sotto la sua autorità».

¹¹⁶ Ove le opere sono spesso realizzate in esemplare unico (o in tiratura limitata) e la remunerazione dell'artista dipende normalmente solo dalla vendita di tale esemplare che, soprattutto se si tratta di artisti esordienti, può avvenire ad un prezzo assai basso: il rischio per l'autore è quello di non beneficiare di tale maggior valore se, fermo il principio dell'esaurimento, egli non avesse un qualche tipo di vantaggio successivamente alla prima cessione. Sul punto v. A. MUSSO, (nt. 70), 257-258.

¹¹⁷ Considerando 3 della direttiva 2001/84/CE.

¹¹⁸ Si tratta di un meccanismo di adeguamento contrattuale che si affianca all'esclusiva – ritenuta insufficiente ad eliminare le potenziali distorsioni derivanti dalla inevitabile discrepanza di valore tra le prime vendite e le successive – ed opera come una forma di remunerazione compensativa e successiva alla prima vendita che riconosce all'artista un vero e proprio diritto di credito, garantendo un elevato livello di protezione ai titolari dei diritti.

¹¹⁹ Direttiva 2001/84/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 settembre 2001,

fatti, riguarda le sole «opere delle arti figurative» – con ciò intendendosi, ai sensi dell'art. 145 l. aut., i quadri, i *collages*, i dipinti, i disegni, le incisioni, le stampe, le litografie, le sculture, gli arazzi, le ceramiche, le opere in vetro e le fotografie, nonché gli originali dei manoscritti¹²⁰ – purché «originali»¹²¹, ossia eseguite dall'autore stesso, ovvero, quando si tratti di opere in tiratura limitata, sono tali purché numerate, firmate o altrimenti debitamente autorizzate dall'autore.

A questo proposito, si è già rilevato come il ricorso agli *NFT* quale supporto dell'opera consenta di riprodurre nel mondo digitale i caratteri della unicità e/o scarsità propri delle opere d'arte «materiali» ad esemplare unico o a tiratura limitata¹²². Se si considera poi quanto già osservato in ordine alla qualificazione di un *NFT* come *corpus mechanicum* di un'opera nativa digitale cui attribuisce caratteri specifici ed un livello di creatività «qualificato»¹²³, non potrà certamente dubitarsi dell'applicabilità dell'art. 144 l. aut. a tale ipotesi.

Pare, invece, che ad una soluzione di segno negativo debba giungersi nei casi *sub a)* e *c)* di cui al par. 2.1, ossia di *NFT* che incorporano opere esistenti, fissate su un supporto materiale o informatico, per le quali la tokenizzazione costituisce solo una forma di sfruttamento economico dell'opera nella forma della riproduzione (o adattamento) digitale o elaborazione creativa.

Anche con riferimento al requisito della «originalità» che, ai sensi dell'art. 145 l. aut., impone di verificare l'autenticità¹²⁴ e la provenienza dell'opera, non mi sembra che sussistano particolari ostacoli perché gli autori dell'opera incorporata in un *NFT* accedano alla tutela rappresentata dal diritto di seguito¹²⁵.

relativa al diritto dell'autore di un'opera d'arte sulle successive vendite dell'originale, recepita in Italia con il d.lgs. 13 febbraio 2006 n. 118.

¹²⁰ In senso critico circa l'inclusione dei manoscritti tra le opere che danno diritto ad un compenso sul prezzo di ogni vendita successiva alla prima cessione ai sensi dell'art. 144, primo comma, l. aut., R. ROMANO, (nt. 14), 84 ss.

¹²¹ Ossia, come ricorda A. MUSSO, (nt. 70), 257, nt. 2, «le opere che la dottrina estetica qualifica tipicamente come autografiche».

¹²² V. *supra* par. 2.

¹²³ V. *supra* par. 5.

¹²⁴ In dottrina e in giurisprudenza vi sono opinioni contrapposte su chi sia il titolare del diritto di autentica e su chi possa, di conseguenza, agire in giudizio per ottenere l'accertamento dell'autenticità di un'opera. Per una ricostruzione di tale dibattito v. E. DAMIANI, *Questioni in tema di diritto della circolazione di opere d'arte: i casi de Chirico*, in *Rivista di diritto delle arti e dello spettacolo*, 2020, 93 ss.

¹²⁵ La prassi ha dimostrato come le piattaforme *blockchain*, grazie alle caratteristiche tecni-

L'ambito di applicazione del diritto di seguito è poi circoscritto dagli artt. 144, secondo comma e 150, primo comma, l. aut. alle sole «vendite professionali» o commerciali, ossia quelle vendite «comunque effettuate» che comportano «l'intervento, in qualità di venditori, acquirenti o intermediari, di soggetti che operano professionalmente nel mercato dell'arte, come le case d'asta, le gallerie d'arte e, in generale, qualsiasi commerciante di opere d'arte» – escludendo così le vendite tra privati – di valore superiore a tremila euro¹²⁶.

Ci si potrebbe domandare allora, se il ricorso a sistemi *blockchain* possa sostituire completamente l'intermediazione professionale nelle vendite di cui all'art. 144 l. aut., lasciando che la transazione avvenga direttamente su piattaforma tra proprietario ed acquirente. Non si tratta, invero, di una considerazione del tutto peregrina, laddove si consideri che il carattere di necessaria commercialità delle vendite successive alla prima è stato oggetto di un aspro conflitto¹²⁷ tra Commissione e Parlamento europeo in sede di approvazione della

che che garantiscono la sicurezza e la trasparenza delle informazioni *ivi* registrate, vengano sempre più spesso utilizzate come un registro nel quale iscrivere i diritti d'autore su un'opera d'arte anche con funzione di certificazione dell'autenticità dell'opera *ex art.* 64 del d.lgs. 22 gennaio 2004, n. 42 (c.d. Codice dei beni culturali e del paesaggio). A ciò si aggiunga che le funzionalità della *blockchain*, utilizzate congiuntamente a sistemi di *Self Sovereign Identity*, che fanno ricorso a chiavi di crittografia asimmetrica, permettono di creare identità decentralizzate, certificate e sicure che possono essere controllate in modo unitario dal legittimo titolare rispetto alle diverse piattaforme e alle differenti richieste di informazioni personali, così da collegare in modo indissolubile l'identità del soggetto che afferma di essere il creatore dell'opera d'arte al *token*.

¹²⁶ Si tratta di una previsione che non sembra porre particolari problemi, come risulta da alcune recenti vendite pubbliche di *NFT*. Si è già accennato al caso del «Tondo Doni» di Michelangelo che, grazie ad un brevetto esclusivo, il *Digital Art Work* (o *DAW®*), è stato il primo dipinto al mondo reso unico grazie a un sistema crittografato che impedisce la manomissione e la copia e tramite *NFT* ne certifica la proprietà: l'opera digitalizzata è stata venduta dagli Uffici per centoquarantamila euro. Ma si pensi alla recente asta realizzata a Parigi da *Aguttes*, la prima casa d'aste indipendente in Francia, attiva nel mercato internazionale dell'arte e del lusso, tramite la quale Vodafone ha venduto per cento settemila euro la replica esatta e unica del protocollo di comunicazione originale che ha trasmesso il primo SMS mai inviato (https://www.corriere.it/tecnologia/21_dicembre_22/venduto-asta-primi-sms-storia-come-nft-107mila-euro-ricavato-andra-beneficienza-30eab8e0-6304-11ec-aca7-2b79d521d390.shtml) o al caso Picasso (<https://www.radiozeta.it/notizie/articoli/picasso-nft-asta-crypto-art/>) che vede gli eredi dell'artista mettere all'asta, tramite la *Sotheby's*, mille pezzi digitali di un'opera inedita dell'artista, mai esposta in pubblico, risalente al 1958.

¹²⁷ Se, da un lato, la Commissione proponeva l'applicazione del diritto di seguito a tutte le vendite successive, tranne quella in cui il venditore figurasse come un privato, dall'altro, il Parlamento era favorevole ad una applicazione circoscritta alle sole vendite pubbliche, in esercizio commerciale o con l'intervento di un commerciante o agente.

direttiva 2001/84/CE, risolto dal Consiglio nel senso di circoscrivere l'ambito di applicazione del diritto di seguito alle sole vendite pubbliche, in esercizio commerciale o con l'intervento di un commerciante o agente, sul presupposto che non fosse altrimenti possibile «verificare le vendite successive tra un venditore e un acquirente che agiscono ambedue a titolo privato senza l'intervento di un professionista»¹²⁸.

Tale preoccupazione viene meno in relazione alle vendite effettuate su piattaforma: come più volte rilevato, infatti, la registrazione del *token* infungibile nella *blockchain* consente di tracciare tutti i successivi passaggi di proprietà, rendendo gli atti traslativi del diritto d'autore immediatamente consultabili da chiunque faccia accesso alla piattaforma, indipendentemente dal fatto che si tratti di vendite professionali o effettuate direttamente tra persone che agiscono a titolo privato. Il meccanismo si presenterebbe simile ad un registro immobiliare o alle registrazioni dell'UIBM per i trasferimenti di marchi e brevetti, con la differenza che si tratta di registri privati, senza alcuna funzione pubblica di garanzia. In questo modo, non soltanto si ridurrebbe il *gap* informativo degli utenti e dell'artista, che può seguire l'andamento dei prezzi delle opere d'arte sul mercato, ma si eviterebbero fenomeni come quello degli acquisti *a non domino*, garantendo il rispetto di vincoli negoziali che altrimenti potrebbero essere elusi con facilità¹²⁹.

A ciò si aggiunga che attraverso l'inserimento di un'apposita clausola all'interno dello *smart contract* con il quale il *token* è stato emesso, è altresì possibile automatizzare le operazioni di prelievo e trasferimento del compenso per indirizzarle direttamente in favore degli aventi diritto ad ogni vendita successiva alla prima cessione¹³⁰, nel rispetto dell'art. 152, secondo comma, l. aut. che pone in capo agli intermediari professionali intervenuti nella vendita

¹²⁸ Comunicazione del Consiglio del 19 giugno 2020, C-300/01, in vista dell'adozione della direttiva 2001/84/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa al diritto di seguito a favore dell'autore di un'opera d'arte originale.

¹²⁹ I vantaggi che la *blockchain* apporta al mercato dell'arte sono stati evidenziati anche dal legislatore europeo che, nella Risoluzione del Parlamento del 3 ottobre 2018 sulle *Tecnologie di registro distribuito e blockchain: creare fiducia attraverso la disintermediazione*, precisa come la *Distributed Ledger Technology* possa facilitare la protezione dei diritti d'autore e dei brevetti di «contenuti creativi digitalizzati», collegando i creatori alle loro opere, «migliorando così la sicurezza e la funzionalità nel contesto di un ecosistema di innovazione collaborativa e aperta».

¹³⁰ Sul punto occorre precisare che l'attuale standard ECR-721 della piattaforma *Ethereum* non consente l'interoperabilità di tale funzione tra diverse piattaforme e perciò il pagamento del prezzo può avvenire soltanto se l'opera digitale viene venduta sulla medesima *blockchain*.

di farsi carico del prelievo e del versamento del compenso che venditore o acquirente¹³¹ sono chiamati a corrispondere all'artista.

7. NFT tra distribuzione e principio dell'esaurimento (digitale).

Un ultimo profilo di disciplina che merita di essere indagato¹³² è quello dell'applicabilità del principio di esaurimento¹³³ a questi nuovi artefatti digita-

¹³¹ Sebbene l'art. 152, primo comma, l. aut. individui nel venditore il soggetto obbligato al pagamento del diritto di seguito, anche l'acquirente può essere chiamato a tale prestazione. A stabilirlo è stata la sentenza della CGUE, 26 febbraio 2015, causa C-41/14, *Christie's France SNC v. Syndicat national des antiquaires*, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62014CA0041&qid=1668164575251>, secondo la quale la somma dovuta all'autore per ogni vendita dell'opera successiva alla prima può essere corrisposta, in via definitiva, dall'acquirente o dal venditore. Tale pronuncia è stata emessa nell'ambito di una controversia tra *Christie's France* e il *Syndicat national des antiquaires* per le vendite realizzate dalla casa d'aste nel periodo 2008-2009. Nelle condizioni di vendita era previsto che *Christie's*, in nome e per conto del venditore, avrebbe percepito da parte dell'acquirente una somma corrispondente al diritto di seguito, per ogni lotto indicato nel catalogo con un determinato simbolo; una volta ricevuto tale importo, la casa d'aste lo avrebbe versato al soggetto incaricato della riscossione per conto dell'artista. La validità di tale clausola, che poneva il pagamento del diritto di seguito a carico dell'acquirente e non del venditore, era dubbia in quanto la direttiva 2001/84/CE pone a carico del venditore il pagamento del diritto sulle successive vendite. La Corte di Cassazione francese ha pertanto rinviato alla Corte di Giustizia la questione se fosse possibile derogare convenzionalmente alla direttiva 2001/84 circa l'individuazione dei soggetti obbligati al pagamento. Con la sentenza in questione, la Corte di Giustizia ha affermato che gli Stati membri hanno la facoltà di prevedere deroghe al principio secondo cui il debitore è il venditore, pur essendo limitati nella scelta del diverso soggetto che, in via esclusiva o solidale con il venditore, è obbligato al pagamento dei compensi. Il debitore, quindi, può essere un soggetto diverso dal venditore, purché sia scelto tra i professionisti che intervengono in qualità di venditori, acquirenti o intermediari negli atti di rivendita rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva.

¹³² Senza pretesa di esaustività e riservandosi di approfondirne le implicazioni in altra sede.

¹³³ A livello internazionale, il primo riferimento al principio dell'esaurimento risale ai due Trattati WIPO del 1996 (art. 6, secondo comma, WCT e art. 8, secondo comma, WPPT) – rispettivamente sulla tutela del diritto d'autore (*WCT*), nonché sui diritti connessi d'interpreti, esecutori e produttori fonografici (*WPPT*) –, che affermano la libertà degli Stati contraenti di determinare le condizioni al verificarsi delle quali l'esaurimento del diritto di distribuzione debba verificarsi in seguito alla prima vendita o altro trasferimento della proprietà dell'originale o della copia dell'opera dietro autorizzazione dell'autore, mentre nulla si rinviene all'interno della Convenzione di Berna e dell'Accordo TRIPs (per l'attuazione del WPPT in Italia v. A. MUSSO, *Il trattato internazionale OMPI sulle interpretazioni o esecuzioni e sui fonogrammi (WPPT)*, in *TV, Internet e new trends di diritti d'autore e connessi*, a cura di L.C.

li e, dunque, su quale sia il perimetro dello *ius arcendi* del titolare dell'opera in essi incorporata o dei suoi aventi causa.

A tal fine, non sarà inutile rammentare sin d'ora che tale principio, ampiamente trasversale alla disciplina del diritto della proprietà intellettuale e industriale¹³⁴, si pone quale limite all'esercizio del diritto esclusivo dell'autore o dei suoi aventi causa, codificato agli artt. 17, primo comma, l. aut. e 4 della direttiva 2001/29/CE, di destinare al mercato l'originale dell'opera¹³⁵ o gli esemplari¹³⁶ di essa «con qualsiasi mezzo ed a qualsiasi titolo» ovvero, in altri termini, il diritto di determinare la quantità di prodotti disponibili sul mercato e di percepire «il profitto di tipo monopolistico derivante tra l'altro dall'esercizio di un potere di controllo sulla diffusione dell'opera o della tecnologia protetta»¹³⁷.

Se da un lato, infatti, il diritto di distribuzione, quale naturale completamento del diritto di riproduzione, mira a garantire all'autore la possibilità di

UBERTAZZI, Milano, Giuffrè, 2003, 27 ss.). A livello europeo, il principio dell'esaurimento è stato oggetto di una lunga elaborazione giurisprudenziale da parte della Corte di Giustizia a partire dalla fine degli anni Settanta (casi C-62/79 SA *Compagnie générale pour la diffusion de la télévision, Coditel, and others v Ciné Vog Films and others*, c.d. Coditel I; C-262/81 *Coditel v CinéVog Films II*, c.d. Coditel II, entrambe reperibili al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu>; cfr. C. GIANNONE CODIGLIONE, *Corte di giustizia e diritto d'autore*, in *Tutela del copyright e della privacy sul web: quid iuris?*, a cura di A.M. MAZZARO, O. POLLICINO, Roma, Aracne, 2012, 193 ss.; S. GHOSH, I. CALBOLI, *Exhausting intellectual property rights: a comparative law and policy analysis*, Cambridge, Cambridge University Press, 2018, 119-122) per essere codificato nell'ambito della disciplina autoriale, per la prima volta, con la direttiva 91/250/CEE del Consiglio, del 14 maggio 1991, relativa alla tutela giuridica dei programmi per elaboratore (c.d. direttiva Software I) e la direttiva 92/100/CEE del Consiglio, del 19 novembre 1992, concernente il diritto di noleggio, il diritto di prestito e taluni diritti connessi al diritto di autore in materia di proprietà intellettuale (c.d. direttiva noleggio I), poi modificata dalla direttiva 2006/115/CE del 12 dicembre 2006. Da ultimo, sono intervenute la direttiva 2001/29/CE del Parlamento e del Consiglio, del 22 maggio 2001, sull'armonizzazione di alcuni aspetti del diritto d'autore e dei diritti connessi nella società dell'informazione (c.d. direttiva *InfoSoc*), che rappresenta il recepimento nella normativa europea del WCT del 1996, e la direttiva 2009/24/CE del 23 aprile 2009 relativa alla tutela giuridica dei programmi per elaboratore. In Italia, tale principio è espressamente sancito in materia di diritto d'autore dagli artt. 17, 18-bis, 64-bis e 64-quinquies l. aut. Sulla genesi di tale principio si vedano *ex multis* B. CASTELL, *L'«épuisement» du droit intellectuel en droits allemand, français et communautaire*, Parigi, PUF, 1989; D. SARTI, (nt. 111), 62 ss.

¹³⁴ Sulla trasversalità del principio d'esaurimento si veda D. SARTI, (nt. 111).

¹³⁵ Qualora si tratti di opere ad esemplare unico, come spesso avviene per le opere dell'arte figurativa.

¹³⁶ Qualora si tratti di opere naturalmente suscettibili di essere sfruttate economicamente mediante la produzione in serie.

¹³⁷ D. SARTI, (nt. 111), 20.

percepire un compenso adeguato dallo sfruttamento economico dell'opera (intesa quale bene immateriale o *corpus mysticum*), dall'altro, il principio dell'esaurimento consente di soddisfare l'interesse dell'acquirente della copia (ossia del bene materiale in cui essa è incorporata o *corpus mechanicum*) di goderne e disporne in modo «pieno ed esclusivo», *ivi* compresa la possibilità di trasferirne liberamente la proprietà a terzi, così favorendo la creazione di mercati secondari delle opere (i cc.dd. mercati dell'usato), fondamentali sul piano socio-economico e culturale¹³⁸.

L'operatività di tale principio, tuttavia, non ha carattere omogeneo nel diritto d'autore, ma si presenta «a geometria variabile in funzione del tipo di opera»¹³⁹, a seconda che si tratti, ad esempio, di un *software* (per il quale anche la sola messa a disposizione dell'opera su reti immateriali può essere costitutiva dell'esaurimento) oppure di altre opere dell'ingegno¹⁴⁰, ripercuotendosi inevitabilmente sulla disciplina applicabile alle diverse fattispecie di *NFT* oggetto dell'indagine.

In tale prospettiva, si consideri dapprima il caso *sub b*) di cui al par. 2.1 del presente lavoro, ossia di *NFT* utilizzati come supporto per opere native digitali ad esemplare unico (o a tiratura limitata) o copie di esse, e pertanto coperti dalla tutela autorale: le peculiarità tecniche delle piattaforme *blockchain*, quali trasparenza e tracciabilità dei dati, unitamente alle modalità di emissione degli *NFT* tramite *smart contract*, che consentono di riprodurre nel mondo digitale le «condizioni di scarsità economica» proprie delle opere ad esemplare unico o a tiratura limitata “materiali”, offrono la possibilità di creare «copie digitali uniche di un determinato *asset* digitale»¹⁴¹ e di rimuovere ogni preoccupazione legata ad una circolazione incontrollabile delle opere in ambiente digitale. Tali caratteristiche, escludendo uno sfruttamento economico dell'opera mediante la produzione in serie, affievoliscono l'operatività del principio di esaurimento in tali ipotesi, sì che l'autore o gli aventi causa della stessa non vedranno esaurito del tutto il loro diritto patrimoniale su tali beni, potendo vietarne la distribuzione ed esigere un adeguato compenso per lo sfruttamento

¹³⁸ Tali mercati, infatti, consentono la fruizione dell'opera da parte di soggetti che, pur essendo interessati, non possono o non vogliono pagare il prezzo monopolistico imposto dal titolare dei diritti esclusivi per l'acquisto di una copia, ottenendola ad un prezzo decisamente inferiore.

¹³⁹ G. SPEDICATO, *L'esaurimento UE dei diritti*, in *AIDA*, 2016, 443 ss., spec. 470.

¹⁴⁰ Si veda sul punto D. SARTI, (nt. 111), 55 ss.

¹⁴¹ M. GALLI, E. BARDELLI, *Il mercato secondario degli ebook tra distribuzione, comunicazione al pubblico e principio dell'esaurimento*, in *Media Laws*, 2020, 1, 267-268.

commerciale (temporalmente indefinito, vista la durevolezza dei beni digitali) delle loro opere anche dopo la prima messa in circolazione ovvero una remunerazione aggiuntiva per ogni successiva cessione¹⁴².

Ad una soluzione solo parzialmente difforme si giunge, invece, nell'ipotesi *sub c)* di cui al par. 2.1, qualora però l'*NFT* abbia ad oggetto un *software* o, volendo fare riferimento ad una delle applicazioni più diffuse in campo *blockchain*, un videogioco, naturalmente assoggettabile alla disciplina tradizionale dei *software*: si pensi a *CryptoKitties*¹⁴³, il primo videogioco su *blockchain* in assoluto creato da *Drapper Labs*, che consente agli utenti di “allevare” gatti digitali e “produrre” di nuovi più o meno rari, oppure a *The Sandbox*¹⁴⁴, un videogioco basato sul modello di business *play-to-earn*, caratterizzato da un ecosistema di gioco *community-driven* nel quale i *creator* o i giocatori possano realizzare e monetizzare oggetti e giochi, usando la *blockchain* (c.d. *Crypto Gaming*).

L'art. 64-*bis* l. aut., che traspone in modo fedele l'art. 4 della direttiva 2009/24/CE, nel disciplinare i programmi per elaboratori, introduce una nozione di distribuzione più ampia rispetto a quella delineata dai già citati artt. 17 l. aut. e 4 direttiva *InfoSoc* che include «qualsiasi forma di distribuzione al pubblico, compresa la locazione, del programma per elaboratore originale o di copie dello stesso», senza peraltro prevedere un autonomo diritto di comuni-

¹⁴² V. *supra* par. 6.

¹⁴³ La piattaforma di gioco è disponibile al seguente *link* <https://www.cryptokitties.co>.

¹⁴⁴ L'intero gioco si basa sull'acquisto di *land*, ossia appezzamenti di terreno che formano la mappa di *The Sandbox* rappresentati da *NFT* ERC-721 emessi in numero limitato (ve ne sono esattamente 166.464): il 74% è disponibile per gli utenti, il 10% è rimasto di proprietà dell'azienda creatrice e il 16% costituisce una riserva che viene distribuita come ricompensa a *partner* e *creator*. Esistono due tipologie di *land*, semplici o *premium*, ossia corredati da elementi aggiuntivi come edifici, abiti o oggetti di varia natura: l'acquisto di un *land* autorizza il giocatore a far pagare chi lo visita o prende parte alle esperienze progettate su di esso, affittarlo ad un “creatore di giochi” o venderlo. I *land* possono essere acquistati usando il *marketplace* interno o anche sui mercati secondari, come *OpenSea*, ed il prezzo varia in base alla dimensione, all'ubicazione, oltre che al rapporto tra domanda ed offerta: i primi lotti sono stati venduti in cinque fasi di prevendita, dal 2019 al 2020, ad un prezzo pubblico di 48 dollari e con uno sconto decrescente in modo da privilegiare i primi acquirenti; attualmente, il prezzo di partenza è di 30.000 dollari. Le transazioni di terreni, oggetti e giochi sono basate sulla *crypto* moneta nativa *SSAND*, un *token* ERC-20 emesso in 3 miliardi di unità per cui il suo valore fluttua in base alla domanda e all'offerta (quindi anche in base alle attività che ruotano attorno al gioco). I *token* *SSAND* si possono acquistare usando la valuta corrente sulle piattaforme di *exchange* come *Binance*, *Simplex*, *Crypto*, ma si possono anche ottenere partecipando alle attività che l'azienda propone nel gioco (*contest*, programma *referral* ecc.) e sui suoi account social. La piattaforma di gioco è disponibile al seguente *link* <https://www.sandbox.game/en/>.

cazione e di messa a disposizione del pubblico del *software* – per definizione esclusi dall’alveo di applicazione del principio di esaurimento¹⁴⁵ –, con la conseguenza che il diritto esclusivo di distribuzione su un *software* si considera esaurito anche a seguito di atti di distribuzione elettronica, ossia aventi ad oggetto copie digitali dello stesso. Orbene, non potendosi certamente dubitare che *NFT* incorporanti un videogioco o, più in generale, un *software*, costituiscono copie digitali di tali opere, ben può ritenersi che il diritto esclusivo di distribuzione su di essi si esaurisca con la prima messa in circolazione su *blockchain*.

Più complesso appare, per certi versi, il caso *sub a)* – connesso a quello *sub c)* – limitatamente alle ipotesi in cui gli *NFT* incorporino soltanto «copie digitali» di un’opera nata su supporto materiale o digitale, diversa dal *software*, di cui essi rappresentano “semplicemente” una forma di sfruttamento economico qualificabile come riproduzione o adattamento digitale ovvero elaborazione creativa¹⁴⁶: si pensi ad un *NFT* avente ad oggetto un’opera letteraria – e dunque assimilabile ad un *e-book* – ovvero una immagine o un’opera musicale o audiovisiva.

Tale ipotesi sembra collocarsi a pieno titolo nell’alveo del più ampio dibattito¹⁴⁷ attorno al c.d. esaurimento digitale, sviluppatosi a partire dall’assenza

¹⁴⁵ L’art. 16 l. aut., replicando il modello costituito dall’art. 8 WCT e, successivamente, dall’art. 3 della direttiva *InfoSoc*, stabilisce che il diritto di comunicazione, che «comprende, altresì, la messa a disposizione del pubblico dell’opera in maniera che ciascuno possa avervi accesso dal luogo e nel momento scelti individualmente [...], non si esaurisce con alcun atto di comunicazione al pubblico, ivi compresi gli atti di messa a disposizione del pubblico». A sua volta l’art. 17, terzo comma, l. aut., prevede espressamente che «quanto disposto dal secondo comma non si applica alla messa a disposizione del pubblico di opere del pubblico di opere in modo che ciascuno possa avervi accesso dal luogo e nel momento scelti individualmente, anche nel caso in cui sia consentita la realizzazione di copie dell’opera».

¹⁴⁶ V. *supra* par. 5.

¹⁴⁷ Per una sintesi di questo dibattito, si vedano R. RIVARO, *L’applicazione del principio di esaurimento alla distribuzione digitale di contenuti protetti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1149 ss.; V.P. MEZEL, *Digital First Sale Doctrine Ante Portas – Exhaustion in the Online Environment*, in *JIPITEC*, 2015, 55-56; ID., *Copyright Exhaustion. Law and Policy in the United States and the European Union*, Cambridge, 2018, 139-148; G. SPEDICATO, *Online Exhaustion and the Boundaries of Interpretation*, in *Balancing Copyright Law in the Digital Age. Comparative Perspectives*, a cura di R. CASO, F. GIOVANELLA, Berlino-Heidelberg, Springer, 2015, 27 ss., spec. 43-45; F. LA ROCCA, *L’esaurimento del diritto di distribuzione delle opere digitali*, in *Riv. dir. ind.*, 2015, 210 ss.; V. L. BENABOU, *Digital Exhaustion of Copyright in the EU or Shall We Cease Being so Schizophrenic?*, in *New Developments in EU and International Copyright Law*, a cura di I.A. STAMATOUDI, L’Aja, Walters Kluwer, 2016, 351-378; G. SPEDICATO, (nt. 139), 443 ss.; C.E. MAYR, *I diritti di riproduzione e distribuzione*, in *AIDA*, 2017, 234

di una disciplina che consentisse di ritenere in maniera univoca applicabile il principio dell'esaurimento alle copie non incorporate su supporti tangibili di opere diverse dai programmi per elaboratori.

Un primo orientamento, argomentando a partire: *a*) dall'art. 6 *Wipo Copyright Treaty* (WCT) (riprodotto dall'art. 4, secondo comma, direttiva 2001/29/CE), che specifica come la messa a disposizione del pubblico degli originali o delle copie dell'opera nell'alveo della distribuzione avvenga «through sale or other transfer of ownership»¹⁴⁸; *b*) dagli articoli 6 e 7 dell'*Agreed Statements WCT*, relativi rispettivamente ai diritti di distribuzione e di noleggio, che chiariscono come i termini «originale» e «copia» *ivi* utilizzati debbano intendersi riferiti solamente a «fixed copies that can be put into circulation as tangible objects», ha escluso che gli atti di disposizione di opere digitali possano essere qualificati come atti di distribuzione idonei ad esaurire il relativo diritto autorale.

Nella medesima prospettiva, facendo leva sugli artt. 3, terzo comma, della direttiva *InfoSoc* e 16, secondo comma, l. aut. che prevedono, in generale, che i diritti di comunicazione e di messa a disposizione del pubblico non si esauriscono con la diffusione al pubblico (nemmeno interattiva) dell'opera, nonché sul considerando 29¹⁴⁹ della medesima direttiva, ove si precisa che «la que-

ss.; A. MUSSO, (nt. 107), 471 ss. Per una trattazione in chiave economica v. A. PERZANOWSKI, J. SCHULTZ, *Digital Exhaustion*, in *UCLA Law Review*, 2011, 889 ss.

¹⁴⁸ Secondo un consolidato orientamento della Corte di Giustizia che risale alla pronuncia *Peek e Cloppenburg*, ai sensi dell'art. 4, primo comma, direttiva 2001/29/CE, rientrano nel novero degli atti produttivi dell'esaurimento comunitario soltanto le forme di messa a disposizione che implicano l'acquisto della proprietà (Corte di Giustizia, 17 aprile 2008, C-456/06, in *AIDA*, 2009, 354 ss. con nota di M. BERTANI; commentata altresì da V. BELLANI, *La libera circolazione degli esemplari delle opere dell'ingegno tra distribuzione ed esaurimento*, in *Dir. aut.*, 2009, 206 ss.) nonché gli atti preparatori all'immissione in commercio di un'opera, quali ad esempio la sua offerta, esposizione in vendita o la sua pubblicità anche quando «non fosse dimostrato che detta pubblicità abbia dato luogo all'acquisto dell'oggetto protetto da parte di un acquirente dell'Unione, sempre che la pubblicità in parola solleciti i consumatori dello stato membro in cui l'opera stessa è protetta dal diritto d'autore ad effettuare l'acquisto» (CGUE, 13 maggio 2015, causa C-516/13, *Dimensione Direct Sales srl, Michele Labianca v. Knoll International Spa*, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A62013CA0516&qid=1668165121127>). In dottrina, si sono espressi in tal senso D. SARTI, (nt. 111), 379; in senso contrario, M. BERTANI, *Diritti d'autore e connessi*, in *La proprietà intellettuale*, nel *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, diretto da G. AJANI, G. BENACCHIO, XII, Torino, Giappichelli, 2011, 349 ss. Cfr. anche A. MUSSO, (nt. 70), 237 ss., spec. nt. 9, ove una ricostruzione di tutte le ipotesi di esclusione dell'esaurimento.

¹⁴⁹ Il considerando 29 direttiva 2001/29/CE, analogamente al considerando 33 della direttiva 96/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 marzo 1996, relativa alla tutela

stione dell'esaurimento del diritto non si pone nel caso di servizi, soprattutto di servizi "on-line", è stato sostenuto che le opere digitali non possono essere giuridicamente «distribuite», ma soltanto «comunicate» o «messe a disposizione», con la conseguenza che alla vendita *online* non può trovare applicazione il principio di esaurimento¹⁵⁰ e che l'Autore potrà sempre decidere quale forma consentire *online* di messa a disposizione al pubblico dell'opera e quali restrizioni *online* adottare senza perdere questa prerogativa con la prima immissione in commercio.

A ciò si aggiunga che una parte degli Autori favorevoli al confinamento del principio dell'esaurimento all'ambito dei soli supporti tangibili ha espresso preoccupazioni pratiche connesse, da un lato, all'«impossibilità di verificare che chi trasferisce a terzi un'opera in formato digitale ne perda effettivamente il possesso»¹⁵¹ e quindi non si limiti solo a riprodurla per trasferirla, dall'altro, alle maggiori potenzialità di sfruttamento dell'opera digitale rispetto a quella materiale, che potrebbe essere oggetto di una riproduzione esponenziale ed abusiva con conseguente moltiplicazione del numero di fruitori a fronte dell'acquisto di una sola copia¹⁵².

giuridica delle banche di dati precisa che «La questione dell'esaurimento del diritto non si pone nel caso di servizi, soprattutto di servizi "on-line". Ciò vale anche per una copia tangibile di un'opera o di altri materiali protetti realizzata da un utente di tale servizio con il consenso del titolare del diritto. Perciò lo stesso vale per il noleggio e il prestito dell'originale e delle copie di opere o altri materiali protetti che sono prestazioni in natura. Diversamente dal caso dei CD-ROM o dei CD-I, nel quale la proprietà intellettuale è incorporata in un supporto materiale, cioè in un bene, ogni servizio "on-line" è di fatto un atto che dovrà essere sottoposto ad autorizzazione se il diritto d'autore o i diritti connessi lo prevedono».

¹⁵⁰ Cfr. R. ROMANO, (nt. 14), 131; ID, *Il diritto di riproduzione nel contesto della convergenza dei media*, in *AIDA*, 2010, 166 ss., secondo cui la realizzazione di una copia permanente, seppure digitale, è assimilabile, quanto all'intensità e possibilità di fruizione, alla disponibilità di una copia ottenuta attraverso la fissazione su supporto materiale; G. GUGLIELMETTI, *Il diritto di comunicazione e messa a disposizione del pubblico*, in *AIDA*, 2010, 148 ss.; U. PATRONI GRIFFI, *Il diritto di distribuzione*, in *AIDA*, 2010, 197 ss.; M. BERTANI, (nt. 84), 240.

¹⁵¹ U. PATRONI GRIFFI, (nt. 150), 197.

¹⁵² Cfr. G. SPEDICATO, (nt. 139), 477 e C.E. MAYR, (nt. 147), 251; A. MUSSO, (nt. 107), 475-476 che, con riferimento al rapporto e agli effetti di *internet* sui modelli giuridici del diritto di autore, ricorda come «alla fine del millennio scorso, infatti, la ricaduta nell'estremismo del paradigma escludente poteva ancora considerarsi quale eccesso di reazione – da parte dei titolari dei diritti – al vero e proprio timore, espresso a propria volta con toni da crociata, che *internet* fosse uno strumento assai pericoloso, dove bastasse "cliccare" un tasto per disseminare liberamente (e senza pagare...) milioni di opere o altri contenuti protetti», laddove, invece, è «la medesima tecnologia di *internet* – secondo la nota massima per cui, se il problema è la macchina, sarà la macchina stessa a fornire la soluzione – [che] consent[e] efficaci misure

Nel senso di una estensione del principio dell'esaurimento anche ai mercati digitali, altra parte della dottrina¹⁵³ ha sostenuto come la vendita *online* di una copia digitale di un libro, ad esempio, sia perfettamente riconducibile al diritto di distribuzione, non già a quello di comunicazione al pubblico che non richiede il trasferimento di proprietà della copia digitale, ma solo un'auto-rizzazione all'uso della stessa (ossia una licenza), con la conseguenza che qualora attraverso un atto di disposizione *online* vi sia trasferimento di proprietà dovrà necessariamente ritenersi che la copia, anche se non incorporata su un supporto materiale, è stata «distribuita» – non semplicemente «comunicata» o «messa a disposizione del pubblico» – e che il relativo diritto d'autore sia esaurito.

Ed invero, il succitato considerando 29 della direttiva *InfoSoc*, nel prevedere che «la questione dell'esaurimento del diritto non si pone nel caso di [...] copia tangibile di un'opera o di altri materiali protetti realizzata da un utente», non esclude l'applicabilità dell'esaurimento anche alla vendita *online*, limitandosi semplicemente a chiarire come l'utente che abbia scaricato un'opera sul proprio *computer* non può poi farne comunicazione al pubblico¹⁵⁴.

Un'apertura in tal senso era giunta dalla Corte di Giustizia con la nota pronuncia *UsedSoft*¹⁵⁵ nella quale i giudici europei, attraverso una lettura teleologica del principio dell'esaurimento e della sua funzione sistematica¹⁵⁶, aveva-

d'identificazione dei contenuti protetti («tatuaggi elettronici», *watermarking*, ecc.) o anticopia già previsti anch'essi espressamente dalla menzionata disciplina convenzionale ed europea, con rigorosissime sanzioni penali a presidio di ogni tentativo di rimuovere o soltanto di eludere tali sistemi tecnici d'identificazione o protezione».

¹⁵³ D. SARTI, (nt. 111), 379, nt 38; A.M. GAMBINO, *Le trasmissioni telematiche del bene immateriale*, in *AIDA*, 1997, 507.

¹⁵⁴ S. VON LEWINSKI, *Database Directive*, in *European Copyright Law*, a cura di M. WALTER, S. VON LEWINSKI, 2010, 988; G. SPEDICATO, (nt. 139), 473.

¹⁵⁵ CGUE, 3 luglio 2012, causa C-128/11, in *AIDA*, 2012, 538 ss., in Italia commentata da più autori, tra cui P. SAMMARCO, *Software e esaurimento del diritto*, in *Dir. inform.*, 2012, 1033 ss; F. MELIS, *Diritto d'autore in internet: vera rivoluzione o partita ancora aperta?*, in *Giorn. dir. amm.*, 2013, 607 ss.; E. ROSATI, *Software usato ed esaurimento un approccio poco "soft" in UsedSoft*, in *Dir. aut.*, 2013, 1 ss.; F. MARELLA, *Libera circolazione del software nel mercato interno e qualificazione contrattuale europea: alcune riflessioni sul caso Oracle*, in *Contr. impr. Europa*, 2015, 105 ss.; C.E. MAYR, (nt. 147), 234 ss.; M. BOSSHARD, *I limiti dell'oracolo: l'esaurimento del diritto d'autore sul software non destinato al largo consumo*, in AA.VV., *Studi per Luigi Carlo Ubertazzi. Proprietà intellettuale e concorrenza*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019, 121 ss.

¹⁵⁶ Per una ricostruzione della *ratio* giustificativa del principio di esaurimento si veda G. SPEDICATO, (nt. 139), 442 ss., spec. 445-453.

no offerto una definizione funzionale di «vendita»¹⁵⁷ nella quale rientrava lo schema di licenze *software Oracle* alla luce delle sue caratteristiche principali (trasferimento permanente e corrispettivo equivalente al valore economico della copia), sostenendo che il formato ed il mezzo attraverso cui la copia del *software* viene trasmessa non modifica la sostanza giuridica ed economica dell'operazione¹⁵⁸. Sicché, facendo leva sulla più ampia definizione di distribuzione prevista dall'art. 4 della direttiva *Software* rispetto a quella offerta dalla direttiva *InfoSoc*, la Corte aveva ritenuto applicabile l'esaurimento anche alla distribuzione delle copie in formato intangibile.

Tale ricostruzione, sebbene confermata in alcune pronunce successive¹⁵⁹, è

¹⁵⁷ Che la Corte di Giustizia definisce «an agreement by which a person, in return for payment, transfers to another person his right of ownership in an item of tangible or intangible property belonging to him», che si verifica quando «(a) the rightholder receives a payment in compensation for the granting of an unlimited usage right; and (b) a transfer of ownership takes place».

¹⁵⁸ CGUE, 3 luglio 2012, causa C-128/11, (nt. 155), parr. 44-47: «the downloading of a copy of a computer program and the conclusion of a user license agreement for that copy form an indivisible whole [...] makes it no difference whether the copy of the computer program was made available to the customer by the rightholder concerned by means of a download from the rightholder's website or by means of a material medium such as a CD-ROM or DVD. [...] Since an acquirer who downloads a copy of the program concerned by means of a material medium such as a CD-ROM or DVD and concludes a license agreement for that copy receives the right to use the copy for an unlimited period in return for payment of a fee, it must be considered that those two operations likewise involve, in the case of the making available of a copy of the computer program concerned by means of a material medium such as a CD-ROM or DVD, the transfer of the right of ownership of that copy».

¹⁵⁹ Il riferimento è a CGUE, 12 ottobre 2016, causa C-166/15, *Aleksandrs Ranks and Jurijs Vasiļevičs v. Finanšu un ekonomisko noziegumu izmeklēšanas prokuratūra and Microsoft Corp.*, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A62015CJ0166>, ove è stato ribadito che il termine vendita di cui alla direttiva *Software* deve essere inteso nel senso di ricomprendere tutte le forme di commercializzazione della copia (tangibile e non) di un programma per elaboratore (salvo quella di *backup*) caratterizzate dalla cessione di un diritto di usare tale copia in modo permanente; CGUE, 10 novembre 2016, causa C-174/15, *Vereniging Openbare Bibliotheken v. Stichting Leenrecht*, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/ALL/?uri=CELEX:62015CJ0174>; in cui la Corte, nel porre l'accento sulla distinzione tra noleggio e prestito, svolge alcune considerazioni di carattere storico a favore di una interpretazione teleologica delle relative discipline che la conducono ad equiparare il prestito di un volume cartaceo a quello di un *e-book*. Per un commento su entrambe le pronunce v. C.E. MAYR, (nt. 147), 245-248; cfr. A. MUSSO, *Prove di resistenza del diritto d'autore: "e-books" e prestito bibliotecario alla luce della giurisprudenza evolutiva della Corte di Giustizia*, in *Dir. inform.*, 2017, 631 ss.; e più ampiamente ID, (nt. 107), 471 ss.

stata poi ribaltata nel caso *Tom Kabinet*¹⁶⁰ ove la Corte, preferendo una lettura tradizionale delle fonti vigenti (in particolare della direttiva *InfoSoc*) ed un approccio settoriale della disciplina europea del diritto d'autore¹⁶¹, ha escluso l'applicabilità del principio dell'esaurimento alle copie digitali di opere letterarie (cc.dd. *e-book*), sul presupposto che la disciplina prevista per i programmi per elaboratore, che prevede l'applicazione dell'esaurimento anche alle copie digitali di *software*, ha natura di *lex specialis* e per questo non suscettibile di estensione a fattispecie diverse.

Si tratta di una scelta interpretativa che, se già alcuni anni fa sembrava difficilmente conciliabile con il processo di dematerializzazione delle opere dell'ingegno proprio del «modello mercantile *online*»¹⁶², ad oggi, con l'avvento delle tecnologie *blockchain* e gli *NFT*, sembra apparire inadeguata al nuovo contesto digitale e ai futuri scenari di mercato.

¹⁶⁰ CGUE, 19 novembre 2019, causa C-263/18, *Nederlands Uitgeversverbond and Groep Algemene Uitgevers v. Tom Kabinet Internet BV et al.*, in *AIDA*, 2020, 464 ss., con nota di G. TRABUCCO, *La sentenza Tom Kabinet e l'esaurimento digitale nell'UE*; ed anche in *Dir. inform.*, 2020, 614 ss., con nota di C. SGANGA, *Di aporie sistematiche e corto-circuiti teleologici: il no della Corte di Giustizia all'esaurimento digitale nel diritto d'autore europeo*, che sottolinea come la Corte, nell'affermare l'inapplicabilità del principio dell'esaurimento alle copie digitali, da un lato, si limitava a rilevare il carattere di *lex specialis* della direttiva 2009/24/CE, ritenendola, applicabile esclusivamente ai *software*, dall'altro «riduceva la distinzione tra distribuzione e comunicazione ad una mera vicenda di separazione tra forme materiali e digitali di sfruttamento dell'opera, senza considerare né valorizzare il significato del collegamento che la direttiva *InfoSoc* traccia tra distribuzione, vendita, beni e comunicazione al pubblico, licenza, servizi dall'altro»; cfr. ID, *Il principio dell'esaurimento nel diritto d'autore digitale: un pericolo o una necessità?*, in *Dir. inform.*, 2019, 21 ss. Giova sottolineare che tale pronuncia era stata annunciata dalla precedente CGUE, 22 gennaio 2015, causa C-419/13 *Art & Allposters International BV v Stichting Pictoright*, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3a62013CJ0419&qid=1668164192290>, definita da alcuni Autori come primo chiaro diniego all'estensione del principio alle copie intangibili (così E. ROSATI, *Online copyright exhaustion in a post-Allposters world*, in *JIPLP*, 10, 2015, 680-681; M. GALIĆ (SAVIĆ), *The CJEU Allposters Case: Beginning of the End of Digital Exhaustion*, in *EIPR*, 2015, 390-391).

¹⁶¹ In tal senso, appaiono ampiamente condivisibili le parole di autorevole dottrina che descrive l'approccio della Corte di giustizia in materia di esaurimento digitale come «totalmente svincolato dall'armamentario delle interpretazioni teleologiche od evolutive a disposizione dei giuristi, abborracciato su singoli casi di specie con asimmetrie evidenti, difficoltà di adattamento e, soprattutto, con imposizione della categoria dominicale ed escludente (ripetuta come un mantra in ciascuna decisione) circa la prevalenza di diritti d'autore "forti" su ogni altra considerazione ermeneutica meno formalistica e più funzionale o tendente ad un equo bilanciamento degli interessi in gioco» (A. MUSSO, (nt. 107), 494).

¹⁶² L'espressione è di A. MUSSO, (nt. 107), 473.

Sebbene gli argomenti testuali tratti dalla direttiva *InfoSoc* e dagli *Agreed statements* del WCT siano molti e orientino l'interprete in direzione contraria rispetto all'applicazione generalizzata del principio dell'esaurimento alle opere digitali, non può non considerarsi che le disposizioni normative che disciplinano tale principio sono state emanate alla fine degli anni Novanta, ben prima dei più recenti sviluppi tecnologici, quando cioè la digitalizzazione delle opere letterarie (con la creazione degli *e-book*), dell'arte figurativa (con la diffusione della c.d. *Crypto-Arte*) e della musica non era assolutamente immaginabile ed ancor meno lo era l'idea della loro incorporazione in strumenti digitali distribuiti attraverso un sistema di registrazione decentralizzato.

D'altronde, anche sul piano più strettamente oggettivo e funzionale alla preservazione e diffusione della cultura, non sembra che la copia materiale e la copia digitale presentino differenze sostanziali per l'utente¹⁶³, così come le due forme di distribuzione – “fisica” e “virtuale” – sembrano sottintendere un identico assetto di interessi, presupponendo entrambe la conclusione di un contratto di vendita idoneo a giustificare l'attribuzione di un diritto esclusivo di distribuzione in capo all'autore e la previsione del suo esaurimento in conseguenza della prima messa in commercio dell'opera o di suoi esemplari, tangibili e dematerializzati.

Da un punto di vista sistematico, invero, il rischio che si corre nel muoversi lungo una impostazione tradizionale, basata esclusivamente su di una interpretazione letterale delle norme, che non tiene conto del dato storico e degli interessi sottesi ai nuovi mercati delle opere digitalizzate, è quello non soltanto di vedere affievolita la funzione di strumento di politica economica e della concorrenza volto ad evitare la frammentazione del mercato comunitario e favorire la libera circolazione delle merci al suo interno¹⁶⁴, ma anche di circoscrivere l'operatività del principio dell'esaurimento alla sola disciplina del diritto industriale, condannandolo ad una «rapida obsolescenza»¹⁶⁵, atteso che, anche quei settori in cui, fino a qualche anno fa, i supporti tangibili rivestivano una qualche centralità (si pensi al mercato delle opere dell'arte figurativa), sono destinati, molto probabilmente, a vedere ribaltato il rapporto tra mercato materiale e mercato digitale¹⁶⁶.

¹⁶³ Sul punto vedi diffusamente A. MUSSO, (nt. 107), 471 ss.

¹⁶⁴ Per una identificazione della *ratio* giustificativa del principio dell'esaurimento v. G. SPEDICATO, (nt. 139), 446 ss.

¹⁶⁵ G. SPEDICATO, (nt. 139), 476.

¹⁶⁶ In proposito, come già puntualmente rilevato dall'Avvocato generale nel caso C-174/15, *Vereniging Openbare Bibliotheken v. Stichting Leenrecht*, la comparsa dei libri digitali ha am-

Per quanto riguarda il timore di una violazione del diritto di riproduzione mediante salvataggio del *file* sul dispositivo e/o nella memoria volatile¹⁶⁷, per le quali rimarrebbe ferma l'applicabilità del compenso per copia privata¹⁶⁸, è stato osservato in dottrina che, in realtà, «trasferimento digitale e successiva riproduzione costituiscono fasi di un unico procedimento telematico necessarie perché l'utente finale fruisca dell'opera conformemente allo scopo del contratto»¹⁶⁹ (vendita o licenza che sia); procedimento di cui il titolare dei diritti è del resto ben consapevole, potendo perciò stabilire a monte un prezzo che incorpori il valore complessivo di queste utilizzazioni, quand'anche esse avvengano attraverso atti di riproduzione, ovvero fare ricorso a tecnologie di *forward-and-delete* che consentono l'eliminazione automatica del *file* dall'apparecchio dell'alienante dopo la trasmissione¹⁷⁰.

In tale prospettiva, potranno allora meglio apprezzarsi le peculiarità tecniche dei sistemi *blockchain* e degli *smart contract*, quali strumenti di esecuzione automatica dell'accordo tra le parti che, attraverso apposite clausole contrattuali – o per meglio dire istruzioni – consentono, da un lato, la cancellazione automatica del *file* dal *wallet* digitale dell'alienante in cui l'*NFT* è conservato, dall'altro, impediscono che l'opera incorporata venga riprodotta in maniera incontrollata

piamente modificato sia il settore dell'editoria che le abitudini dei lettori, e questo non è che l'inizio del processo. Infatti, sebbene il libro digitale non sia inteso a sostituire il libro cartaceo, ciò non toglie che, per alcune categorie di libri e su taluni mercati, il volume di vendite di libri digitali sia pari, o perfino superiore, a quello dei libri cartacei, e che alcuni libri siano pubblicati solo in formato digitale. Inoltre, alcuni lettori, e sono sempre più numerosi, tendono ad abbandonare la lettura su carta per il lettore di libri digitali, o addirittura, nel caso dei più giovani, [essi] non hanno mai acquisito l'abitudine del libro cartaceo. È pertanto indispensabile che il «modello» del diritto d'autore si adegui all'evoluzione giuridica, economica e tecnologica, nel suo complesso inscindibile, al fine di tutelare sia gli autori sia lo sviluppo della cultura. Si pensi d'altronde che nel 2026 aprirà a Milano, nell'ex Albergo Diurno Venezia, progettato da Piero Portaluppi, il Museo dell'Arte Digitale (MAD) nel quale verranno esposte collezioni di *NFT* <https://www.ilbollettino.eu/2022/03/01/apre-a-milano-il-museo-dell-arte-digitale-6-mln-dal-pnrr/>.

¹⁶⁷ Sollevato da alcuni Autori, tra cui M.S. SPOLIDORO, *Il contenuto del diritto connesso*, in *AIDA*, 1997, 59; M. RICOLFI, *Comunicazione al pubblico e distribuzione*, in *AIDA*, 2002, 48 ss.; G. GUGLIEMMETTI, (nt. 150), 148 ss.

¹⁶⁸ Atteso che la direttiva *InfoSoc* non prevede un'eccezione analoga a quella di cui all'art. 5, secondo comma, della direttiva *Software* che consente tutti gli atti di riproduzione «necessari per un uso del programma per elaboratore conforme alla sua destinazione».

¹⁶⁹ D. SARTI, *Copia privata e apprendisti stregoni*, *AIDA*, 2014, 410 ss.

¹⁷⁰ Per approfondire le soluzioni tecniche che consentono la cancellazione dei *file* dopo la trasmissione v. R. TREMOLADA, *Esaurimento digitale. Il mercato secondario dei contenuti musicali protetti*, in *Dir. ind.*, 2019, 264; V.P. MEZEI, *Digital First Sale Doctrine*, (nt. 147), 43-46.

per essere poi venduta: si tratterebbe peraltro di un'operazione abusiva che, seppur si riuscisse a compiere, sarebbe pienamente tracciabile su *blockchain*. Ed invero, l'acquisto su *blockchain* di un *NFT* emesso tramite *smart contract* conferisce generalmente all'acquirente un perimetro di diritti di utilizzazione economica ben definiti, come il diritto di vendere, scambiare ed utilizzare l'*asset* digitale per scopi personali – si pensi all'esempio del videogioco *The Sandbox* in cui l'utente può utilizzare i *token* detenuti nel proprio *wallet* per implementare l'esperienza di gioco o guadagnare ulteriori valori digitali – senza che questo possa essere fatto oggetto di uso commerciale, duplicato, utilizzato per realizzare *token* simili o incorporato in altri prodotti digitali né può essere reso accessibile a terzi¹⁷¹, salvo non vi sia una specifica previsione contrattuale con la quale il titolare dei diritti d'autore sull'opera incorporata concede all'acquirente una o più di tali facoltà dietro compenso.

Tali considerazioni, tuttavia, sembrano affievolirsi laddove si consideri il rapporto tra mercato (principale) dell'opera materiale e mercato digitale: la vendita di una qualunque altra opera in formato cartaceo o materiale non è funzionalmente equivalente all'alienazione di una versione digitale, dal momento che i *file* non sono soggetti a deterioramento per uso e lo scambio degli stessi *online* non comporta sforzi o costi aggiuntivi. In tal senso, non può certamente negarsi che la circolazione di copie digitali influenzi il mercato principale dell'opera incorporata, potendo incidere sulla capacità dei titolari dei diritti di ricavare una remunerazione adeguata dalla loro commercializzazione: sicché, un'apertura verso l'esaurimento digitale potrebbe impedire la realizzazione della funzione essenziale del diritto d'autore così come concettualizzata dalle sue prime pronunce in materia, sostanziantesi nella garanzia per i titolari dei diritti di ottenere un appropriato profitto dallo sfruttamento delle proprie opere¹⁷².

A conti fatti, dunque, fermo restando il dato testuale e l'orientamento assunto dalla Corte di Giustizia, non sembra che ci si trovi dinanzi ad una fattispecie che, *de iure condito*, comporti una rottura degli schemi noti e che, pertanto, almeno con riferimento agli *NFT* che incorporano una copia digitale di un'opera già esistente su supporto materiale o digitale, resti ferma la non applicabilità del principio di esaurimento. Ciò sebbene, in una prospettiva *de iure condendo*, proprio tale tecnologia, per le sue peculiarità tecniche, potrebbe costituire l'elemento idoneo a condurre sul piano giuridico ad esiti diversi.

¹⁷¹ Cfr. G. NAVA, (nt. 54), 269. Nel senso di una riforma della *exhaustion doctrine* «to counter such technology blocking» v. S. GHOSH, I. CALBOLI, (nt. 133), 169.

¹⁷² Cfr. CGUE, 19 novembre 2019, causa C-263/18, (nt. 160), parr. 57-58.

8. Conclusioni.

L'obiettivo del presente lavoro è di poter contribuire con delle prime e (necessariamente) provvisorie riflessioni alla ricerca giuridica sul tema delle tecnologie *blockchain* e, nello specifico, degli *NFT* nel prisma del diritto della proprietà intellettuale. Provvisorie perché il quadro della realtà considerato è in continuo mutamento e, ciò nonostante, ci è sembrato di poter fissare alcuni punti fermi. Uno di questi è l'emersione di una cornice normativa di matrice europea che, alle pur solide ragioni di economia del diritto propugnate da una parte della dottrina, sembra oramai preferire quelle della più ampia liberalizzazione nel campo dell'intermediazione dei diritti d'autore (v. par. 3).

La *blockchain* e gli *NFT*, per le peculiarità tecniche che li caratterizzano (v. par. 2), si inseriscono nel sentiero tracciato dall'evoluzione tecnologica come strumenti per una migliore e più efficiente gestione dei diritti *IP*, ma, come ogni nuova tipologia della realtà, portano con sé nuovi problemi, al vertice di qualificazione giuridica e a valle di individuazione della disciplina. Sul primo versante si è potuto osservare che, date le loro molteplici funzioni, gli *NFT* non rappresentano una fattispecie unitaria, ma, in quanto supporto di qualcosa in essi «incorporato», sono suscettibili di sussunzione in diverse fattispecie e conseguentemente di ricevere discipline diverse già destinate a regolare fenomeni noti (proprio in ragione di quel contenuto in essi incastonato; v. par. 2.1.).

Le implicazioni normative che ne discendono sono molteplici e saranno senz'altro oggetto di futuri e più strutturati studi; non si è tuttavia persa l'occasione, nella seconda parte dello scritto (v. parr. 5, 6 e 7), di mostrare alcuni di quei precipitati pratici. In disparte i vantaggi realizzabili nella gestione collettiva dei diritti d'autore (v. par. 4), è proprio l'«eterogenesi dei fini» cui gli *NFT* sono ispirati il motivo che ha portato a concentrare l'attenzione, paradigmaticamente, sull'esemplare unico che utilizza i *token* non fungibili come supporto, sul diritto di seguito e, di conseguenza, sul principio di esaurimento, specie in campo tecnologico, giungendo a conclusioni diversificate a seconda della fattispecie concreta volta a volta esaminata.

La tutela del software tra incertezza e “cultura” della proprietà intellettuale

Software protection between uncertainty and intellectual property “culture”

Sofia Mansoldo *

ABSTRACT:

Nello scenario attuale, in cui i cambiamenti e le difficoltà del mercato globale impongono alle imprese la ricerca continua di nuove soluzioni, specialmente nel settore *tech* e *digital*, è fondamentale incentivare lo sviluppo di idee innovative tramite una corretta gestione dei diritti di proprietà intellettuale. In considerazione della riconosciuta rilevanza della capacità innovativa ai fini della sopravvivenza e dello sviluppo delle imprese, ma, al contempo, della notevole complessità ed incertezza della disciplina della tutela delle *computer-implemented inventions*, il presente scritto intende delineare alcuni criteri generali di valutazione strategico-operativa a supporto dell'individuazione di una adeguata strategia di gestione dei diritti di proprietà intellettuale in relazione al software.

In the current scenario, in which the transformations and difficulties of the global market require enterprises to continuously search for new solutions, especially in the tech and digital sector, it is essential to encourage the development of innovative ideas through an effective intellectual property strategy. Taking into account the importance of the ability to innovate for the survival and development of enterprises, but, at the same time, the considerable complexity and uncertainty characterizing legal protection of computer-implemented inventions, this paper intends to identify some general criteria for strategic-operational evaluations meant to support the identification of adequate intellectual property strategies relating to software.

* Assegnista di ricerca in diritto commerciale, Università degli Studi di Verona; e-mail: sofia.mansoldo@univr.it.

Il presente contributo rientra nelle attività di ricerca svolte per il progetto *La tutela della proprietà intellettuale nelle imprese digitalizzate – La tutela giuridica dei diritti di proprietà intellettuale nell'epoca delle imprese e dell'economia digitali*, finanziato dalla Regione del Veneto, sui Fondi FSE 2014-2020, DGR 1463/2019 – Innovazione e ricerca per un Veneto più competitivo – Assegni di ricerca anno 2019.

SOMMARIO:

1. Impresa e “cultura dell’innovazione”. – 2. Diritto d’autore e software. – 3. Brevetto e software. – 4. (*segue*). L’esperienza dell’EPO sulla brevettabilità del software. – 5. La tutela del software tra diritto d’autore e brevetto. – 6. La scelta del paradigma di protezione del software. – 7. Considerazioni conclusive.

1. Impresa e “cultura dell’innovazione”.

Al tempo della società dei dati, degli algoritmi, della crescente importanza di nuove tecnologie come l’intelligenza artificiale (IA), la *blockchain* e l’Internet delle cose (IoT), che si coniugano allo sviluppo di nuovi modelli commerciali, come l’economia delle piattaforme e l’economia dei dati, il valore delle imprese risiede primariamente nell’innovazione tecnologica¹. È, del resto, un dato di fatto che, allo stato attuale, un numero sempre maggiore di imprese, facendo leva sulle risorse di *intellectual property* (IP), intraprende la strada del miglioramento tecnologico al fine di conseguire un vantaggio economico e competitivo².

¹ In tal senso v. le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-2023*, § 2.3, *Promuovere azioni per la valutazione economica dei titoli di PI*, approvate dal Ministero dello Sviluppo Economico con d.m. 23 giugno 2021 (reperibili al seguente indirizzo: <https://uibm.mise.gov.it/index.php/it/proprietà-industriale-adottate-con-decreto-del-ministro-le-linee-di-intervento-strategiche-per-il-triennio-2021-2023>), in cui si segnala «come il valore delle aziende sia oggi in larga misura riconducibile ai beni immateriali di cui dispongono. Il possesso di titoli di proprietà industriale e il loro valore stanno assumendo una sempre maggiore rilevanza nella definizione del posizionamento competitivo di una azienda e nella determinazione del suo valore». In argomento v. anche Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Sfruttare al meglio il potenziale innovativo dell’UE. Piano d’azione sulla proprietà intellettuale per sostenere la ripresa e la resilienza dell’UE*, COM(2020) 760 final, 25 novembre 2020, reperibile in www.eur-lex.europa.eu.

² Sul processo di trasformazione tecnologica delle imprese v., ad esempio, F. MÖSLEIN, *Robots in the Boardroom: Artificial Intelligence and Corporate Law*, in W. BARFIELD, U. PAGALLO (eds.), *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, Cheltenham, Edward Elgar, 2018, 649; G. SCARCHILLO, *Corporate Governance e Intelligenza Artificiale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, 881 ss.; P. TULLIO, *Diritto societario degli algoritmi. E se i robot diventassero imprenditori commerciali?*, in *AGE*, 2019, 227 ss.; M. PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, in *UCL Working Paper Series, Corporate Management in the Age of AI*, Faculty of Laws, University College London, Law Research Paper No. 3/2019, reperibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3346722>; L. ENRIQUES, D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *72 Hastings L. J.*, 2020, 55 ss.; L. ENRI-

L'importanza strategica delle tecnologie digitali è emersa con tutta evidenza nel drammatico scenario pandemico da SARS-CoV-2, in cui, come è noto, si è reso necessario evitare il pericolo di contagio dell'infezione, garantendo, al contempo, la continuità operativa delle imprese. Indubbiamente, il contesto emergenziale ha segnato una significativa accelerazione dei processi aziendali per via tecnologica, anche e soprattutto potenziando l'impiego di strumenti telematici per lo svolgimento dei principali eventi societari³. In questa prospettiva, è facile opinare che la vicenda pandemica sia destinata a lasciare dietro di sé delle novità epocali per le imprese⁴, che già vedono protagoniste riunioni

QUES, *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senso di poi 4.0*, in AA.VV., *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, a cura di U. RUFFOLO, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 295 ss.; ID., *AI and Board Within Italian Corporate Law: Preliminary Notes*, in 17 *European Company L.*, 2020, 87 ss.; J. ARMOUR, H. EIDENMÜLLER, *Self-driving Corporations?*, in 10 *Harvard Bus. L. Rev.*, 2020, 88 ss.; S.A. GRAMITTO RICCI, *Artificial Agents in Corporate Boardrooms*, in 105 *Cornell L. Rev.*, 2020, 869 ss.; F. DE LEONARDIS, *Industria 4.0, blockchain & nuovi orizzonti della proprietà intellettuale*, in *NDS*, 2020, 482; M.L. MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *Riv. soc.*, 2020, 1003 ss.; ID., *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, Egea, 2021, 1 ss.; M.L. MONTAGNANI, M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss.; N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *NDS*, 2020, 261 ss.; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Riv. soc.*, 2020, 1326 ss.; ID., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, Il Mulino, 2021, 119 ss.; U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, 1431 ss.; C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance*, in 17 *Hastings Bus. L. J.*, 2021, 67 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale e dell'intelligenza artificiale*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 429 ss.

³ In argomento, a mero titolo esemplificativo, v. A. SACCO GINEVRI, *La mutazione dell'impresa affetta dal virus: spunti per una ricerca di diritto dell'economia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 73 ss.; A. MIGLIONICO, *FinTech ai tempi del Coronavirus*, *ivi*, 2020, 93; L. SCHIUMA, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid19*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 419 ss.; A. BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Società*, 2020, 393 ss.; P. MORARA, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, *ivi*, 2020, 544 ss.; F. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020, 249 ss.; M. IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus (con una postilla in tema di associazioni e fondazioni)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, I *Quaderni di RES*, 3/2020, 62 ss.

⁴ Sul punto v. G.B. PORTALE, V. DE STASIO, *Un'agenda per il legislatore dopo la pande-*

assembleari tenute unicamente tramite mezzi di telecomunicazione⁵, con modalità di voto basate su tecnologie *blockchain* e forme di verbalizzazione della partecipazione dei soci fondate su tecnologie *smart contract*⁶.

Su questa linea, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), nella Missione 1, Componente 2 “*Digitalizzazione, innovazione e competitività del sistema produttivo*”, evidenzia l’esigenza di promuovere l’innovazione e la di-

mia?, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 482; V. DI CATALDO, *Proprietà intellettuale ed evoluzione del mondo*, in *Dir. ind.*, 2022, 191 ss.

⁵ Il riferimento è in particolare all’art. 106 d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. Decreto Cura Italia), convertito, con modificazioni, dalla l. 24 aprile 2020 n. 27, che ha adottato alcune misure emergenziali con riguardo alle modalità di svolgimento delle riunioni assembleari. Nello specifico, il secondo comma dell’art. 106 prevede che «con l’avviso di convocazione delle assemblee ordinarie o straordinarie le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le società cooperative e le mutue assicuratrici possono prevedere, anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie, l’espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l’intervento all’assemblea mediante mezzi di telecomunicazione; le predette società possono altresì prevedere che l’assemblea si svolga, anche esclusivamente, mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l’identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l’esercizio del diritto di voto, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2370, quarto comma, 2479-bis, quarto comma, e 2538, sesto comma, del codice civile, senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio». Come è noto, l’art. 3, primo comma, d.l. 30 dicembre 2021, n. 228 (c.d. decreto Milleproroghe), convertito, con modificazioni, dalla l. 25 febbraio 2022, n. 15, ha posticipato al 31 luglio 2022 il termine per lo svolgimento delle assemblee in videoconferenza, originariamente fissato, dall’art. 106, settimo comma, d.l. 17 marzo 2020, n. 18, al 31 luglio 2020 e poi prorogato, dall’art. 6 d.l. 23 luglio 2021, n. 105, sino al 31 dicembre 2021. Per un approfondimento sul tema si rinvia a C. MARCHETTI, M. NOTARI, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell’assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 428 ss.; L. SCHIUMA, (nt. 3), 419; M. PALAZZO, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleari contenuta nella legislazione dell’emergenza?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 909 ss.; U. TOMBARI, A. LUCIANO, *Il diritto societario al tempo del Coronavirus*, in *IlSocietario.it*, 9 luglio 2020; A. LUCIANO, *Riunione assembleare ed emergenza sanitaria: brevi considerazioni sulla disciplina ex art. 106, comma 2, Decreto Cura Italia*, *ivi*, 3 giugno 2020; ID., *La riunione assembleare virtuale tra diritto societario comune e disciplina emergenziale: a proposito di una recente Massima del Consiglio Notarile di Milano*, *ivi*, 13 dicembre 2021; G.P. LA SALA, *L’assemblea tematica nelle società di capitali e le decisioni a distanza extrassembleari*, in *RDS*, 2021, 260 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Le assemblee delle s.p.a. durante e dopo la pandemia*, in *Contr. impr.*, 2022, 792 ss. Quanto alla possibilità che le assemblee si tengano esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione dopo la fine del regime emergenziale si rinvia, in particolare, a Consiglio Notarile di Milano, *Clausole statutarie che legittimano la convocazione delle assemblee elusivamente mediante mezzi di telecomunicazione*, Massima n. 200, 23 novembre 2021, reperibile in www.consiglionotarilemilano.it.

⁶ In questi termini v. N. ABRIANI, (nt. 2), 264; N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell’informazione*, (nt. 2), 1333.

gitalizzazione del sistema produttivo, incentivando gli investimenti in tecnologia, ricerca e sviluppo e l'avvio della riforma del sistema della proprietà industriale⁷. Il Ministero dello Sviluppo Economico con d.m. 23 giugno 2021 ha adottato le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà industriale per il triennio 2021-2023*, delineando un piano per lo sviluppo e la valorizzazione dei diritti di proprietà intellettuale, in particolare con riguardo alle nuove tecnologie. Le *Linee di intervento* trovano un primo risultato concreto nella predisposizione di un disegno di legge di revisione del codice della proprietà industriale (d.lgs. 10 febbraio 2005, n. 30, di seguito c.p.i.), al fine di rafforzare la protezione dei titoli e di semplificare l'azione amministrativa di supporto a beneficio delle imprese, specialmente PMI⁸.

Come evidenziato dalle *Linee di intervento*, il successo delle iniziative a supporto della trasformazione digitale delle imprese dipende, oltre che da un'adeguata disciplina dei diritti di proprietà intellettuale (IPRs), dalla promozione della tutela e della valorizzazione degli investimenti nelle *digital technologies*⁹. È opportuno avvertire sin d'ora, così anticipando in parte le conclusioni del presente lavoro, che la promozione della cultura dell'innovazione e del corretto impiego degli strumenti a difesa dell'IP trova una limitazione nelle profonde incertezze che ormai da tempo ruotano attorno alla tutela del software¹⁰. Questo importante tassello del settore informatico, su cui si fondano anche le più evo-

⁷ Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) è reperibile al seguente indirizzo: <https://www.mise.gov.it/it/pnrr>.

⁸ In data 1° dicembre 2022 il Consiglio dei Ministri ha approvato un disegno di legge di modifica al codice della proprietà industriale, i cui obiettivi sono principalmente il rafforzamento della competitività del sistema Paese e della protezione della proprietà industriale, la semplificazione amministrativa e la digitalizzazione delle procedure in materia di titoli di proprietà industriale. Il disegno di legge si inquadra nella riforma del sistema della proprietà industriale prevista dal PNRR, in coerenza con il *Piano d'azione sulla proprietà intellettuale per sostenere la ripresa e la resilienza dell'UE*, (nt. 1), adottato dalla Commissione europea.

⁹ Sul tema si rinvia a L. ATTIAS, G. SCORZA, *La consapevolezza digitale al servizio dell'etica*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2019, 1197. Sulla tutela della proprietà intellettuale nel quadro della trasformazione digitale v. C. GALLI, *La proprietà intellettuale nell'era digitale: la necessità di un quadro d'insieme*, in *Diritto industriale e diritto d'autore nell'era digitale*, a cura di G. CASSANO, B. TASSONE, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 1 ss.; V. FRANCESCHELLI, *Internet, il diritto d'autore e gli utenti della società dell'informazione*, *ivi*, 23 ss.

¹⁰ Sul punto v. R. CASO, *Intellectual property right tra analisi economica e comparazione giuridica*, in *Diritto ed economia della proprietà intellettuale*, a cura di G. CLERICO, S. RIZZELLO, Padova, Cedam, 1998, 175, il quale osserva che «dall'accelerazione economica emergono 'nuovi beni economici' – e.g. software, semiconduttori, banche dati, opere multimediali, opere su rete – che chiamano con ritmo crescente il giurista ad un difficile restyling della proprietà intellettuale la cui impalcatura teorica tradizionale appare sempre più traballante».

lute e sofisticate tecnologie di intelligenza artificiale, per quanto assuma oggi un ruolo sempre più importante in una vasta gamma di industrie, rappresentando un rilevante fattore di sviluppo dal punto di vista economico e competitivo¹¹, si scontra con un quadro normativo ancora fortemente ambiguo ed incerto sul piano della proprietà intellettuale¹².

In considerazione della riconosciuta rilevanza della capacità innovativa ai fini della sopravvivenza e dello sviluppo delle imprese, ma, allo stesso tempo, della notevole complessità ed incertezza della disciplina della tutela giuridica del software, il presente scritto intende delineare alcuni criteri generali di valutazione strategico-operativa a supporto dell'individuazione di un'adeguata strategia di gestione dei diritti di proprietà intellettuale. Nello scenario attuale, in cui i cambiamenti e le difficoltà del mercato globale impongono alle imprese la ricerca continua di nuove soluzioni, specialmente nel settore *tech e digital*, è infatti fondamentale promuovere lo sviluppo di idee innovative e incentivare gli investimenti nelle più avanzate tecnologie mediante una corretta protezione delle risorse di proprietà intellettuale¹³.

2. Diritto d'autore e software.

Come si ricorderà, fin dal recepimento della direttiva Software¹⁴, avvenuto a mezzo del d.lgs. 29 dicembre 1992, n. 518, che ha modificato e integrato

¹¹ In merito v. M. RAFFA, G. ZOLLO, *Economia del software, Elementi introduttivi*, Napoli, ESI, 2000, 35 ss.

¹² *Infra* parr. 3 e 4.

¹³ In argomento v. C. GALLI, *Il diritto della proprietà intellettuale di fronte alle sfide della pandemia*, in *Dir. ind.*, 2021, 221 ss.

¹⁴ In Europa la discussione sulla protezione giuridica del software nasce con il Libro Bianco sul Completamento del Mercato Interno del 14 giugno 1985 (*Commission of the European Communities, Completing the Internal Market, White Paper from the Commission to the European Council*, Bruxelles, 14 giugno 1985, COM(85) 310, § 147 e § 149, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A51985DC0310>). In tale documento si legge che «il quadro si è fatto recentemente più complesso per la necessità di adattare all'evoluzione tecnologica i sistemi di proprietà intellettuale esistenti, in un certo numero di settori quali il software informatico, i microcircuiti e la biotecnologia. Per poter dare agli investimenti nelle nuove tecniche una solida base giuridica, occorre adattare i sistemi in maniera convergente, affinché le modifiche apportate non indeboliscano ulteriormente il già imperfetto mercato della proprietà intellettuale». In ragione di ciò, la Commissione europea con il *Green Paper on Copyright and the Challenge of New Technology* del 1988 aveva ritenuto che il software potesse essere opportunamente tutelato dal diritto d'autore. Pertanto, con la

la l. 22 aprile 1941, n. 633 (di seguito l.d.a.), i programmi per elaboratore sono tutelati dal diritto d'autore come opere letterarie¹⁵. Il diritto d'autore tutela, infatti, «le opere dell'ingegno di carattere creativo che appartengono alla letteratura, alla musica, alle arti figurative, all'architettura, al teatro ed alla cinematografia, qualunque ne sia il modo o la forma di espressione» (art. 1, primo comma, l.d.a.). Sono altresì protetti «i programmi per elaboratore come opere letterarie ai sensi della Convenzione di Berna sulla protezione delle opere letterarie ed artistiche ratificata e resa esecutiva con legge 20 giugno 1978, n. 399, nonché le banche di dati che per la scelta o la disposizione del materiale costituiscono una creazione intellettuale dell'autore» (art. 1, secondo comma, l.d.a.).

Più precisamente, il diritto d'autore tutela «i programmi per elaboratore, in qualsiasi forma espressi purché originali quale risultato di creazione intellettuale dell'autore. Restano esclusi dalla tutela accordata dalla presente legge le idee e i principi che stanno alla base di qualsiasi elemento di un programma, compresi quelli alla base delle sue interfacce. Il termine programma comprende anche il materiale preparatorio per la progettazione del programma stesso» (art. 2, n. 8, l.d.a.).

Preme rimarcare che il diritto d'autore protegge i programmi per elaboratore come opere letterarie, quindi contro la copia letterale del *source code* o *object code*¹⁶, ma non della loro funzionalità¹⁷. Ne deriva che «è proibita la ri-

Direttiva 91/250/CEE del Consiglio, del 14 maggio 1991, relativa alla tutela giuridica dei programmi per elaboratore, più comunemente nota come Direttiva Software, oggi sostituita dalla Direttiva 2009/24/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2009, i programmi per elaboratore sono stati inclusi nell'ambito della tutela offerta dal diritto d'autore.

¹⁵ È bene ricordare che fra le ragioni che in un primo momento portarono il legislatore europeo a prediligere il paradigma autoriale rispetto a quello brevettuale per tutelare il software vi era il timore che il brevetto avrebbe coperto la formula matematica alla base del programma, ostacolando, anziché incentivando, l'innovazione tecnologica. A ciò si aggiungeva la preoccupazione che gli uffici brevettuali non sarebbero stati in grado di gestire le numerose domande di brevetto relative alle invenzioni di software. La soluzione brevettuale era poi fortemente contrastata dai produttori di hardware, in quanto ritenevano che la brevettabilità del software avrebbe finito per intralciare le vendite di hardware. Al riguardo v. G. FLORIDIA, *Le creazioni intellettuali a contenuto tecnologico*, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*⁶, Torino, Giappichelli, 2020, 217; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, *Manuale di diritto industriale*⁹, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, 390.

¹⁶ Merita ricordare che il software si scompone in codice sorgente (o *source-code*) e codice oggetto (*object-code*). Per codice sorgente si intende la serie di istruzioni scritte in linguaggio di programmazione, comprensibile all'uomo, che costituiscono il programma e ne determinano l'operatività. Affinché il programma possa essere eseguito da un elaboratore il codice sorgente

produzione diretta del programma e dei suoi testi descrittivi o esplicativi, ma non l'elaborazione e la presentazione sotto un'altra forma dello stesso algoritmo di soluzione»¹⁸. Come è stato ampiamente osservato in dottrina, il diritto d'autore, non impedendo a terzi di appropriarsi dell'idea o dei principi che stanno alla base di qualsiasi elemento del programma, non è in grado di assicurare una completa protezione a coloro che investono in questa tecnologia¹⁹.

A fronte degli evidenti limiti della tutela autoriale, dagli anni Ottanta del secolo scorso, in un primo momento negli Stati Uniti²⁰, poi anche in Europa²¹, si è progressivamente consolidata l'esigenza di configurare un più ampio spazio di protezione, che, andando oltre la fittizia natura rappresentativa degli elementi testuali del programma, copra il risultato che le istruzioni consentono di ottenere una volta che sono caricate sull'elaboratore. Nello specifico, la rapida ascesa del mercato dell'informatica e la sempre maggiore facilità tecnica della riproducibilità del software hanno reso particolarmente allettanti le preogative offerte dalla protezione brevettuale²².

deve essere tradotto in linguaggio binario, comprensibile solo alla macchina (codice oggetto), tramite un programma detto compilatore (*compiler*). Su questi aspetti si rinvia a P. SAMUELSON, R. DAVIS, M.D. KAPOR, J.H. REICHMAN, *A Manifesto Concerning the Legal Protection of Computer Programs*, in 94 *Columbia L. Rev.*, 1994, 2315 ss.

¹⁷ Sul punto v. G. GHIDINI, *Profili evolutivi del diritto industriale, Proprietà intellettuale e concorrenza*, Milano, Giuffrè, 2001, 87.

¹⁸ Così C. CIAMPI, *Il problema della proteggibilità del software nell'ordinamento giuridico italiano e straniero. Soluzioni e prospettive*, in *Informatica e diritto*, 1983, 127.

¹⁹ Sulla questione v. M.W.J. GRAHAM jr., *Process Patents for Computers Programs*, in 56 *California L. Rev.*, 1968, 494; F. BROCK, *Sul software in relazione al diritto d'autore con particolare riguardo al programma oggetto*, in *Riv. dir. ind.*, 1990, I, 430; R. BORRUSO, *La tutela giuridica del software, Diritto d'autore e brevettabilità*, Milano, Giuffrè, 1999, 47; E. AREZZO, *Tutela brevettuale e autoriale dei programmi per elaboratore: profili e critica di una dicotomia normativa*, Milano, Giuffrè, 2012, 66; A. GERACI, *Copia di un software e violazione del diritto d'autore: la Corte di giustizia sul caso SAS c. WP*, in *Dir. ind.*, 2012, 457 ss.

²⁰ Per una ricognizione dell'esperienza brevettuale statunitense in punto di invenzioni di software v., tra tutti, E. AREZZO, (nt. 19), 106 ss.

²¹ *Infra* par. 3.

²² In tema di riproducibilità del software v., per tutti, M. RICOLFI, *Le nuove frontiere della proprietà intellettuale. Da Chicago al cyberspazio*, in *Diritto ed economia della proprietà intellettuale*, a cura di G. CLERICO, S. RIZZELLO, Padova, Cedam, 1998, 91, il quale osserva che «i programmi, le banche dati, le opere multimediali e più in generale tutte le opere in formato digitale presentano una particolarità rispetto alle privative “classiche” [...]. Mentre di un libro o di un prodotto brevettato non possono essere generate senza costo copie ulteriori, perché la produzione di ogni esemplare richiede una pluralità di atti di fabbricazione distinti e l'impiego delle risorse a ciò occorrenti, invece le opere in formato digitale sono riproducibili pressoché istantaneamente in

3. Brevetto e software.

Per prima cosa preme rilevare che le normative nazionale ed europea in materia di brevetto non contengono una definizione esplicita di invenzione. Alla previsione contenuta nell'art. 45, primo comma, c.p.i. – che riproduce l'art. 52 (1) EPC (*European Patent Convention*) –, secondo cui possono costituire oggetto di brevetto «le invenzioni, di ogni settore della tecnica, che sono nuove e che implicano un'attività inventiva e sono atte ad avere un'applicazione industriale», si accompagna l'elenco delle realtà che non possono essere considerate invenzioni²³.

Per quanto qui rileva, l'art. 45, secondo e terzo comma, c.p.i., così come l'art. 52 (2)(3) EPC, nell'individuare le realtà escluse dall'attribuzione della privativa brevettuale, poiché prive di un'applicativa pratica, menziona i programmi per elaboratore «in quanto tali». Argomentando dal combinato disposto del secondo e terzo comma dell'art. 45 c.p.i., nonché dell'art. 52 EPC, autorevole dottrina ha affermato che «il fatto che i programmi per elaboratore utilizzino direttamente principi scientifici, regole matematiche, ecc., non costituisce di per sé argomento preclusivo della brevettabilità (tranne che nel caso [...] che il richiamo a leggi naturali, principi scientifici, ecc., esaurisca il contenuto ideativo del programma)»²⁴. Pertanto, il software è passibile di tutela brevettuale se, in aggiunta ai requisiti dell'attività inventiva e della novità, prevede un'applicazione di principi scientifici, logici o matematici diretta a produrre risultati pratici o industriali²⁵.

un numero virtualmente illimitato di esemplari a costi vicini allo zero. In altre parole, la loro moltiplicazione non richiede né un processo industriale, né tantomeno una “fabbrica”».

²³ In merito v. A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, (nt. 15), 389 ss.

²⁴ In questi termini v. G. GHIDINI, *I programmi per computers fra brevetto e diritto d'autore*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 259. Sulla questione della brevettabilità del software v. anche, *ex multis*, M.W.J. GRAHAM jr., (nt. 19), 470; E. LUTTAZZO, A. RAIMONDI, *Patentability of Software, Particularly in the European Legislation*, in *Riv. dir. ind.*, 1981, I, 68; V. AFFERNI, *Brevettabilità del software*, in *La tutela giuridica del software*, a cura di G. ALPA, Milano, Giuffrè, 1984, 3; R. BORRUSO, (nt. 19), 110 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *Natura giuridica e profili negoziali del software*, Napoli, ESI, 2000, 27 ss.; R. DI COSMO, *Legal Tools to Protect Software: Choosing the Right One*, in *Upgrade*, 2003, 21 ss.; L. MANSANI, *I brevetti relativi a business methods e a computer implemented inventions*, in *Le nuove frontiere del diritto dei brevetti*, a cura di C. GALLI, Torino, Giappichelli, 2003, 47 ss.; B. PERBAL, *Focus on the Patentability of Computer Programs*, in *8 J. Cell Commun. Signal*, 2014, 67 ss.; A. JEDRUSIK, *Patent Protection for Software-Implemented Inventions*, in *WIPO Magazine*, 2017, reperibile in www.wipo.int; G. FLORIDIA, (nt. 15), 219.

²⁵ In questo senso v. G. GHIDINI, (nt. 24), 259.

Su questa linea, le *Guidelines for Examination* dell'EPO precisano che «computer programs are excluded from patentability under Art. 52(2)(c) and (3) if claimed as such. However, following the generally applicable criteria for Art. 52(2) and (3) (G-II, 2), the exclusion does not apply to computer programs having a technical character»²⁶. Al riguardo, è doveroso chiarire che le *Guidelines* distinguono tra programma per elaboratore (software) e invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico (*computer-implemented inventions*). In particolare, sono definite *computer-implemented inventions* quelle invenzioni le cui rivendicazioni comprendono «computers, computer networks or other programmable apparatus where in at least one feature is realised by means of a computer program»²⁷.

Pertanto, dalla prospettiva delle *Guidelines* dell'EPO, le invenzioni di software rappresentano non il programma nel senso autoriale del termine, ovvero sia il programma espresso in codice sorgente o codice oggetto, ma un trovato più complesso, di cui il programma è solamente una componente, sebbene centrale²⁸. E ciò in quanto, stando alla più recente elaborazione della giurisprudenza dell'EPO – e sul punto si ritornerà poco oltre –, la tutela brevettuale è in genere concessa al prodotto tangibile composto dall'interazione funzionale di un apparato tecnico, quindi un elaboratore elettronico o un qualunque altro dispositivo programmabile, e le istruzioni in esso caricate (o ad esso impartite)²⁹.

4. (Segue). *L'esperienza dell'EPO sulla brevettabilità del software.*

Per quanto la possibilità di ricorrere alla tutela brevettuale in relazione al software non sia mai stata ufficialmente sancita né a livello nazionale, né a livello europeo, anche in conseguenza della caduta della Proposta di Direttiva in materia di invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico del

²⁶ Cfr. *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, March 2022, G-II, § 3.6, reperibili al seguente indirizzo: <https://www.epo.org/law-practice/legal-texts/guidelines.html>.

²⁷ Le *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, (nt. 26), G-II, § 3.6, specificano che «a computer program and a corresponding computer-implemented method are distinct from each other. The former refers to a sequence of computer-executable instructions specifying a method while the latter refers to a method being actually performed on a computer».

²⁸ In questi termini v. E. AREZZO, *La brevettabilità del software e dei metodi commerciali elettronici nella giurisprudenza dell'Ufficio Europeo Brevetti. Note e Studi dell'Associazione fra le società italiane per azioni*, 12/2009, 11.

²⁹ *Infra* par. 4.

2002³⁰, l'indirizzo delle Commissioni Tecniche di Ricorso dell'EPO è ormai consolidato nel senso di includere le c.d. *computer-implemented inventions* nell'ambito della tutela brevettuale³¹.

Verso le fine degli anni Ottanta del secolo scorso le Commissioni di Ricorso hanno stabilito che i programmi per elaboratore, anche se basati su elementi non brevettabili, in quanto privi di "carattere tecnico", si configurano come invenzioni brevettabili se, tramite l'impiego di tutte le loro componenti, sono in grado di produrre un risultato tecnico in un settore tradizionalmente non escluso dall'area del brevettabile (c.d. *technical contribution approach*)³². Le Commissioni hanno pertanto stabilito che la presenza di conoscenze espresse mediante formule matematiche all'interno di un'invenzione avente portata più

³⁰ Il riferimento è alla Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla brevettabilità delle invenzioni attuate per mezzo di elaboratori elettronici del 20 febbraio 2002 (COM(2002) 92). Come risaputo, la Proposta di Direttiva è stata bocciata dal Parlamento europeo in data 6 luglio 2005. Per un approfondimento sulla Proposta di Direttiva si rinvia a L. MANSANI, (nt. 24), 57; E. AREZZO, *Nuovi scenari in materia di brevettabilità delle invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico: dal tramonto della proposta di direttiva europea alla recente opinione della Commissione allargata nei ricorsi dell'UEB nel caso G 0003/08*, in *Riv. dir. ind.*, 2011, I, 106 ss.

³¹ Per una puntuale ricostruzione dei diversi indirizzi delle Commissioni di Ricorso dell'EPO in relazione alle invenzioni di software v. G. GUGLIELMETTI, *Brevettabilità delle invenzioni concernenti software nella giurisprudenza della Commissione di ricorso dell'Ufficio Europeo dei Brevetti*, in *Riv. dir. ind.*, 1994, II, 358 ss.; F. BENUSSI, *La giurisprudenza europea in materia di software di fronte ad un nuovo orientamento?*, *ivi*, 1999, II, 563 ss.; S. MAGELLI, *Innovazione informatica e diritti di brevetto*, in *Le nuove frontiere del diritto dei brevetti*, (nt. 24), 79; A. CLELLAND, *Novelty, Invention Step and Computer-Implemented Inventions*, in *I brevetti per invenzione tra diritto europeo e diritto nazionale*, a cura di M. RICOLFI, Milano, Giuffrè, 2004, 61; A.M. GAMBINO, *L'innovazione informatica tra brevettazione e diritto d'autore*, in *Dir. ind.*, 2010, 147 ss.; E. AREZZO, (nt. 30), 106 ss.; EAD., *Il requisito del carattere tecnico e la nozione di invenzione brevettabile nella giurisprudenza dell'UEB in materia di invenzioni di software*, in *Studi in memoria di Paola A.E. Frassi*, Milano, Giuffrè, 2010, 2 ss.; EAD., *Nuove invenzioni e rapporti tra i diversi requisiti di brevettabilità nella giurisprudenza EPO*, in *Dir. ind.*, 2016, 158 ss.; A. STROWEL, S. UTKU, *The Trends and Current Practices in the Area of Patentability of Computer Implemented Inventions Within the EU and the U.S. A Study Prepared for the European Commission, DG Communications Networks, Content & Technology*, 2016, 15 ss. (reperibile al seguente indirizzo: http://ec.europa.eu/newsroom/document.cfm?doc_id=41192); S.V. STEINBRENER, *Patentable Subject Matter Under Article 52(2) and (3) EPC: a Whitelist of Positive Cases from the EPO Boards of Appeal, Part 2*, in *13 J. of Intellectual Property Law & Practice*, 2018, 103 ss.; M. DHENNE, *The Assessment of the Technicality of Computer-Implemented Inventions in Europe*, in *40 EIPR*, 2018, 295 ss.

³² Sul punto v. *Vicom/Computer-Related Invention*, T 0208/84, 15 luglio 1986, in 1987 *E.P.O.R.* 74.

ampia non esclude di per sé la brevettabilità del trovato se tali conoscenze trovano applicazione concreta per raggiungere un risultato tecnico³³.

Sul finire degli anni Novanta del secolo scorso, con due domande di brevetto presentate da IBM, l'attenzione delle Commissioni si è incentrata su una più puntuale ricostruzione del "carattere tecnico" del software, funzionale ad evitare il rischio di considerare come invenzione brevettabile qualunque combinazione tra software e mezzi tecnici³⁴. In questa prospettiva, le Commissioni hanno stabilito che il software costituisce un'invenzione brevettabile se è in grado di produrre un risultato tecnico che va oltre la normale interazione fisica fra software e hardware (c.d. *further technical effect*)³⁵.

³³ Cfr. E. AREZZO, (nt. 28), 20.

³⁴ Al riguardo si rinvia a *Ibm/Computer Program Product*, T 1173/97, 1° luglio 1998, in 2000 *E.P.O.R.* 219, ove si legge che «a computer program product is not excluded from patentability under Article 52(2) and (3) EPC if, when it is run on a computer, it produces a further technical effect which goes beyond the "normal" physical interactions between program (software) and computer (hardware)». Analogamente, *Ibm/Computer Program Product II*, T 0935/97, 4 febbraio 1999, in 1999 *E.P.O.R.* 301, per cui «a computer program claimed by itself is not excluded from patentability if the program, when running on a computer or loaded into a computer, brings about, or is capable of bringing about, a technical effect which goes beyond the "normal" physical interactions between the program (software) and the computer (hardware) on which it is run». V. altresì *Kock & Sterzel/X-Ray Apparatus*, T 0026/86, 21 maggio 1987, in 1988 *E.P.O.R.* 72. Infine, v. le *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, (nt. 26), G-II, § 3.6, per cui «in order to have a technical character, and thus not be excluded from patentability, a computer program must produce a "further technical effect" when run on a computer. A "further technical effect" is a technical effect going beyond the "normal" physical interactions between the program (software) and the computer (hardware) on which it is run. The normal physical effects of the execution of a program, e.g. the circulation of electrical currents in the computer, are not in themselves sufficient to confer technical character to a computer program. Examples of further technical effects which confer technical character to a computer program are the control of a technical process or of the internal functioning of the computer itself or its interfaces».

³⁵ Le *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, (nt. 26), G-II, § 3.6.1, riportano alcuni esempi del c.d. *further technical effect*. Nello specifico, «if a method has a technical character over and above the mere fact that it is computer-implemented, a corresponding computer program specifying that method produces a further technical effect when run on a computer. For example, a computer program which specifies a method of controlling an anti-lock braking system in a car, determining emissions by an X-ray device, compressing video, restoring a distorted digital image, or encrypting electronic communications brings about a further technical effect when it is run on a computer [...]. Furthermore, if a computer program is designed based on specific technical considerations of the internal functioning of the computer on which it is to be executed, such as by being adapted to the specific architecture of the computer, it may be considered to produce a further technical effect. For example, computer programs implementing security measures for protecting boot integrity or countermeasures against

Le decisioni della Commissione nei casi IBM hanno segnato un significativo cambio di rotta in punto di brevettabilità di *computer-implemented inventions*, posto che per la prima volta hanno ammesso di rivendicare il software autonomamente, ove l'invenzione risieda proprio nel programma. Nella sfera della brevettabilità viene ricompresa, dunque, anche la forma più astratta del programma per elaboratore, avulsa dall'apparecchiatura tecnica che in un primo momento consentiva di accedere alla protezione brevettuale³⁶.

Con gli anni 2000 le Commissioni hanno ancora una volta rivisitato la propria impostazione sulla protezione brevettuale delle invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico, prevedendo che qualunque entità "non-tecnica" può acquisire carattere tecnico se rivendicata insieme ad un dispositivo tecnico o materiale (c.d. *any hardware approach*)³⁷. Secondo questo più recente indi-

power analysis attacks have a technical character since they rely on a technical understanding of the internal functioning of the computer. Similarly, computer programs controlling the internal functioning or operation of a computer, such as processor load balancing or memory allocation, normally produce a further technical effect [...]. Programs for processing code at low level, such as builders or compilers, may well have a technical character. For example, when building runtime objects from development objects, regenerating only those runtime objects resulting from modified development objects contributes to producing the further technical effect of limiting the resources needed for a particular build». In merito v. anche *Examination of computer implemented inventions at the European Patent Office with particular attention to computer-implemented business methods*, in *EPO Official Journal*, n. 11, 2007, 595, per cui «the following examples define subject-matter or activities which are void of technical character and therefore when regarded on their own, are excluded from patentability under Article 52(2)(a)-(d) taking into account the provision of Article 52(3) EPC. A mathematical method used for designing electronic filters [...]. A set of features only capable of having an aesthetic or cognitive effect on the user [...]. Items of an abstract or intellectual character such as a scheme for organizing a commercial operation. Computer programs that are not capable of causing a technical effect which goes beyond the normal technical effects that are always present when a program runs on a computer [...]. Subject-matter defined solely by the cognitive content of information as directed to an observer where such content does not affect the technical working of the method or the system in which it is used but is rather used during the operation of a system or execution of a method [...]».

³⁶ In questi termini v. E. AREZZO, (nt. 19), 139.

³⁷ In questo senso v. *Partnership/Controlling Pension Benefit System*, T 0931/95, 8 settembre 2000, in 2002 *E.P.O.R.* 52, in cui si legge che «in the Board's view a computer system suitably programmed for use in a particular field, even if that is the field of business and economy, has the character of a concrete apparatus in the sense of a physical entity, man-made for a utilitarian purpose and is thus an invention within the meaning of Article 52(1) EPC». Il c.d. *any hardware approach* è stato applicato dalle Commissioni di Ricorso dell'EPO in diverse decisioni. A titolo esemplificativo v. *Hitachi/Auction Method*, T 0258/03, 21 aprile 2004, in 2004 *E.P.O.R.* 55, per cui «what matters having regard to the concept of "invention" within the meaning of Article 52 (1) EPC is the presence of technical character which may be implied by

rizzo, l'utilizzo di mezzi fisici o tangibili, anche se semplici o banali, vale sempre a conferire "carattere tecnico" al software³⁸. Naturalmente, la qualificazione del trovato come invenzione brevettabile ai sensi dell'art. 52 EPC non implica automaticamente la concessione del brevetto, che, come noto, è condizionata alla sussistenza dei requisiti di brevettabilità.

Ecco allora che siffatto approccio interpretativo se, per un verso, semplifica l'esame del "carattere tecnico" dell'invenzione, riducendo considerevolmente lo spazio delle esclusioni *ex art.* 52 EPC, dall'altro, irrigidisce la verifica del requisito dell'attività inventiva³⁹, che viene a compiersi unicamente in base agli elementi "tecnici" del trovato⁴⁰. Seguendo questa impostazione, in diver-

the physical features of an entity or the nature of an activity, or may be conferred to a non-technical activity by the use of technical means». In modo più chiaro, v. *Comvik/Two identities*, T 0641/00, 26 settembre 2002, in 2004 *E.P.O.R.* 10, per cui «[...] where the claim refers to an aim to be achieved in a non-technical field, this aim may legitimately appear in the formulation of the problem as part of the framework of the technical problem that is to be solved, in particular as a constraint that has to be met». V. altresì *Microsoft/Data transfer expanded clipboard formats*, T 0424/03, 23 febbraio 2006, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t030424eu1.html>, per cui «a computer system including a memory (clipboard) is a technical means, and consequently the claimed method has technical character in accordance with established case law». Ancora, v. *Video game/KONAMI*, T 0928/03, 2 giugno 2006, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t030928eu1.html>, secondo cui «the guide display device according to claim 1 indeed represents a physical entity in particular comprising displaying means which have a technical character by their nature. The displaying steps of the independent method claim imply the use of displaying means which provides a technical character to the method». Seguono questo indirizzo anche *Text Processor/WALKER*, T 0049/04, 18 ottobre 2005, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t040049eu1.html>; *Provision of product-specific data/MAN*, T 1242/04, 20 ottobre 2006, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t041242ep1.html>. Il c.d. *any hardware approach* è stato recentemente confermato dalla Commissione Allargata dei Ricorsi dell'EPO nella decisione G 0001/19 del 10 marzo 2021, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/g190001ex1.html>.

³⁸ Sul punto v. *Hitachi/Auction Method*, T 0258/03, (nt. 37). In dottrina v. E. AREZZO, (nt. 19), 153; O. BALDUS, *Wonders of technicality: technical features, technical problems, functional chains and a review of the Comvik approach*, in 15 *J. of Intellectual Property Law & Practice*, 2020, 219 ss.

³⁹ Cfr. E. AREZZO, *Nuove invenzioni e rapporti tra i diversi requisiti di brevettabilità*, (nt. 31), 168; EAD., (nt. 30), 38; EAD., (nt. 19), 153; S.V. STEINBRENER, *Patentable Subject Matter Under Article 52(2) and (3) EPC: a Whitelist of Positive Cases from the EPO Boards of Appeal, Part 1*, in 13 *J. of Intellectual Property Law & Practice*, 2018, 16.

⁴⁰ In tale ottica v. *Comvik/Two identities*, T 0641/00, (nt. 37), ove si legge che «an invention consisting of a mixture of technical and non-technical features and having technical character as a whole is to be assessed with respect to the requirement of inventive step by taking

se decisioni l'EPO ha agevolmente riscontrato la sussistenza del carattere tecnico del software, per poi tuttavia negare il brevetto in assenza di *inventive step*⁴¹.

In evoluzione di questo indirizzo, la prassi giurisprudenziale dell'EPO ha talvolta ritenuto che, ai fini della valutazione dell'*inventive step*, le caratteristiche non propriamente “tecniche” del trovato possano essere considerate nella determinazione del problema tecnico oggettivo⁴², che, come risaputo, rappresenta la seconda fase del *problem-solution approach*⁴³. Ciò comporta che il problema tecnico-oggettivo può comprendere elementi “non-tecnici”, i quali fungono da qualificazione ulteriore del problema medesimo e ne delimitano l'area di applicazione⁴⁴.

account of all those features which contribute to said technical character whereas features making no such contribution cannot support the presence of inventive step». V. altresì *Duns Licensing Associates/ Estimating sales activity*, T 0154/04, 15 novembre 2016, in 2007 *E.P.O.R.* 38, per cui «it is legitimate to have a mix of technical and “non-technical” features appearing in a claim, in which the non-technical features may even form a dominating part of the claimed subject matter. Novelty and inventive step, however, can be based only on technical features, which thus have to be clearly defined in the claim. Non-technical features, to the extent that they do not interact with the technical subject matter of the claim for solving a technical problem, i.e. non-technical features “as such”, do not provide a technical contribution to the prior art and are thus ignored in assessing novelty and inventive step». In senso analogo, *Text Processor/WALKER*, T 0049/04, (nt. 37); *Provision of product-specific data/MAN*, T 1242/04, (nt. 37); *Computer implemented system offering replacement services for applying tax legislation/SAP*, T 1082/13, 31 gennaio 2019, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t131082eu1.html>.

⁴¹ Sul punto v. *Translating natural languages/Systran*, T 1177/97, 26 settembre 2002, in 2004 *E.P.O.R.* 10; *Loan system/King*, T 1284/04, 7 marzo 2007, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t041284eu1.html>; *Citibank/Integrated account*, T 0368/05, 15 maggio 2007, in 2007 *E.P.O.R.* 54; *Game machine/GAMEACCOUNT*, T 1543/06, 29 giugno 2007, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t061543eu1.html>.

⁴² Al riguardo v. *Comvik/Two identities*, T 0641/00, (nt. 37); *Duns Licensing Associates/ Estimating sales activity*, T 0154/04, (nt. 40). In dottrina v. E. AREZZO, (nt. 19), 161; S.V. STEINBRENER, (nt. 39), 17.

⁴³ Come è noto, il c.d. *problem-solution approach* è impiegato dall'EPO per verificare l'esistenza dell'attività inventiva. Come precisato dalle *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, (nt. 26), G-VII, § 5, «in order to assess inventive step in an objective and predictable manner, the so-called “problem-solution approach” is applied. In the problem-solution approach, there are three main stages: (i) determining the “closest prior art”, (ii) establishing the “objective technical problem” to be solved, and (iii) considering whether or not the claimed invention, starting from the closest prior art and the objective technical problem, would have been obvious to the skilled person».

⁴⁴ Cfr. E. AREZZO, (nt. 28), 42.

Secondo un diverso orientamento delle Commissioni di Ricorso, le componenti “non-tecniche” del trovato possono costituire oggetto di valutazione ai fini dell’attività inventiva se interagiscono direttamente con le componenti “tecniche” per contribuire a risolvere il problema tecnico alla base dell’invenzione⁴⁵. Ciò naturalmente impone di distinguere, con non poche difficoltà, gli elementi “non-tecnici” in quanto tali dagli elementi che contribuiscono, insieme a quelli “tecniche”, alla soluzione del problema tecnico e che, quindi, possono essere considerati nella valutazione dell’*inventive step*.

Considerando che la parte più innovativa delle invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico normalmente risiede nella componente “non tecnica”, alcune decisioni delle Commissioni di Ricorso hanno stabilito che il gradiente di originalità *ex art. 56 EPC* è soddisfatto se dal particolare modo in cui gli elementi tecnici interagiscono con quelli “non tecnici” scaturiscono vantaggi tecnici ulteriori rispetto a quelli prodotti dalle entità “non tecniche”⁴⁶. Siffatto approccio, fondando la valutazione dell’originalità sull’effetto complessivo che deriva dall’attuazione dell’invenzione, riafferma, dunque, l’importanza del *c.d. further technical effect* prodotto dall’interazione di tutti gli elementi del trovato.

In conclusione, è possibile osservare che ad una presa di posizione chiara da parte delle Commissioni di Ricorso riguardo alla necessità di includere il software nell’ambito della tutela brevettuale non ha fatto seguito, nel corso del tempo, un orientamento lineare sulla verifica dei requisiti per il rilascio del brevetto in relazione a questo genere di invenzioni. L’evoluzione della giurisprudenza dell’EPO riguardo alle invenzioni attuate a mezzo di elaboratore elettronico, sollevando tutt’ora non poche incertezze in merito alla copertura

⁴⁵ In questo senso v. *Duns Licensing Associates/ Estimating sales activity*, T 054/04, (nt. 40), per cui «it is legitimate to have a mix of technical and “non-technical” features appearing in a claim, in which the non-technical features may even form a dominating part of the claimed subject matter. Novelty and inventive step, however, can be based only on technical features, which thus have to be clearly defined in the claim. Non-technical features, to the extent that they do not interact with the technical subject matter of the claim for solving a technical problem, i.e. non-technical features “as such”, do not provide a technical contribution to the prior art and are thus ignored in assessing novelty and inventive step».

⁴⁶ In tale ottica v. *Game machine/GAMEACCOUNT*, T 1543/06, (nt. 41); *Item matching/AMAZON*, T 0313/10, 19 luglio 2021, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t100313eu1.html>; *Universal Merchant Platform/Cardinal Commerce*, T 1463/11, 26 novembre 2016, reperibile in <https://www.epo.org/law-practice/case-law-appeals/recent/t111463eu1.html>. In merito v. altresì *Examination of computer implemented inventions at the European Patent Office with particular attention to computer-implemented business methods*, (nt. 35), 599.

brevettuale, non agevola certamente la scelta delle imprese di ricorrere al brevetto per tutelare il software.

5. La tutela del software tra diritto d'autore e brevetto.

Come già anticipato, il programma per elaboratore beneficia della tutela accordata dal diritto d'autore in relazione alla sua componente espressiva, quindi all'insieme di istruzioni, espresse in un linguaggio di programmazione, tramite cui l'elaboratore consegue un determinato risultato, nonché al materiale preparatorio necessario per la sua progettazione. Le idee e i principi matematici che stanno alla base del programma, compresi quelli utilizzati per la realizzazione delle interfacce, sono invece esclusi dalla tutela autoriale⁴⁷. In ogni caso, le stringhe di codice che esprimono la realizzazione tecnica di tali idee e principi non sono pubblicamente accessibili, poiché il diritto d'autore non prevede alcun obbligo di divulgazione del codice sorgente ai fini della costituzione del diritto esclusivo e, al contempo, pone delle stringenti limitazioni all'utilizzatore finale, affinché questo non possa ricostruire la sequenza di istruzioni del programma⁴⁸.

Tanto premesso, su un piano generale il diritto d'autore tutela le opere dell'ingegno a condizione che sia presente un carattere creativo (art. 2575 c.c. e art. 1 l.d.a.), vale a dire un apporto personale dell'autore che attribuisca all'opera un carattere minimo di originalità rispetto alle opere preesistenti dello stesso genere; presupposto questo espressamente ripreso anche dalla giurisprudenza in materia di programmi per elaboratore⁴⁹. Con particolare riferimento al software, parte della dottrina ha poi evidenziato che il requisito della creatività deve essere interpretato come «non necessità tecnica»⁵⁰. Il che vale a dire che il diritto d'autore non tutela quei programmi che rappresentano scelte progettuali imposte da ragioni di efficienza funzionale o soluzioni standar-

⁴⁷ *Supra* par. 2.

⁴⁸ *Infra* par. 6.

⁴⁹ Con specifico riferimento al software, in merito al carattere creativo, v. Cass. civ., sez. I, 12 gennaio 2007, n. 581, in *Dir. aut.*, 2007, 510; Cass. civ., sez. I, 13 giugno 2014, n. 13524, in *Riv. dir. ind.*, 2014, II, 417, con nota di S. LANDINI, *Danno da lesione della proprietà intellettuale in caso di contraffazione*. Nella giurisprudenza di merito v., ad esempio, Trib. Bologna, 17 gennaio 2006, in *Dir. aut.*, 2007, 238; Trib. Catania, 18 settembre 2009, reperibile in *De Jure*; Trib. Roma, 26 giugno 2019, in *AIDA*, 2020, 790.

⁵⁰ In merito v. G. GUGLIELMETTI, *L'invenzione di software, Brevetto e diritto d'autore*, Milano, Giuffrè, 1997, 273; R. BORRUSO, (nt. 19), 47; E. AREZZO, (nt. 19), 91 ss.

dizzate prive di un pur minimo gradiente di creatività⁵¹. Di conseguenza, non vi può essere contraffazione nel caso in cui un programma vanti unicamente la comunanza di porzioni di codici divenute tecniche di programmazione standardizzate con uno precedente⁵².

Occorre osservare che il carattere creativo sussiste anche qualora l'opera, in questo caso il software, sia composta da idee e nozioni semplici, compresi nel patrimonio intellettuale di persone aventi esperienza nella materia propria dell'opera stessa, purché esse siano formulate ed organizzate in modo personale ed autonomo rispetto alle precedenti⁵³. Allo stesso tempo, è importante considerare che la duplicazione abusiva di programmi per elaboratore comprende non soltanto la produzione non autorizzata di copie perfette del programma interessato, ma anche la realizzazione di programmi ricavati dallo sviluppo o da modifiche del prodotto originale, quando di questo sia replicata una parte funzionalmente autonoma e che costituisce il nucleo centrale dell'opera protetta⁵⁴. Di conseguenza, non vi è violazione del diritto d'autore se il software non riproduce il nucleo centrale del programma originario, mancando quell'identità espressiva tra i due programmi in ragione della quale si può ritenere che il software costituisce una produzione abilmente mascherata di uno precedente e non un modo di interpretare in maniera originale il medesimo tema informatico⁵⁵.

Come si è detto, il diritto d'autore, attestandosi sulla sola componente testuale del software, sotto forma di codice sorgente o codice oggetto, non riesce a scongiurare il pericolo che terzi si appropriino dei suoi aspetti funzionali – che, a ben vedere, costituiscono le vere parti di valore di un programma per elaboratore⁵⁶ –, ricorrendo ad una diversa forma espressiva⁵⁷. Per assicurare

⁵¹ Sul punto v. E. AREZZO, (nt. 19), 92, la quale evidenzia come «tale elemento imporrebbe [...] l'impossibilità di tutelare tramite diritto d'autore quelle scelte progettuali "inderogabili", intese come quelle varianti per le quali l'esperto del ramo non sarebbe in grado di trovare validi percorsi alternativi anche seguendo vie diverse o equivalenti, perché dettate da ragioni di efficienza ovvero basate su tecniche routinarie standardizzate». In argomento v. anche C. CIAMPI, (nt. 18), 125.

⁵² Così E. AREZZO, (nt. 19), 93.

⁵³ Cass. civ., sez. I, 12 gennaio 2007, n. 581, (nt. 49).

⁵⁴ Cass. civ., sez. I, 13 giugno 2014, n. 13524, (nt. 49).

⁵⁵ Cass. pen., sez. III, 27 febbraio 2002, n. 15509, in *Dir. aut.*, 2002, 454.

⁵⁶ Sul punto v. P. SAMUELSON, R. DAVIS, M.D. KAPOR, J.H. REICHMAN, (nt. 16), 2315, per cui «the primary source of value in a program is its behavior, not its text».

⁵⁷ Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2021, n. 20250, reperibile in *De Jure*, per cui «non è di per sé

una protezione completa al software occorre, pertanto, affiancare alla tutela autoriale quella brevettuale, a cui è possibile ricorrere in presenza dei requisiti di brevettabilità previsti per qualsiasi tipologia di invenzione, come interpretati alla luce della prassi dell'EPO⁵⁸. Il brevetto tutela l'applicazione pratica dell'invenzione, non le idee e i principi che stanno alla base della stessa, che, comunque, in relazione al software, rimangono celati. Infatti, come meglio si dirà più avanti, gli uffici brevettuali non ritengono necessario, ai fini della descrizione dell'invenzione, che alla domanda di brevetto sia allegata una copia completa del programma in forma di codice sorgente⁵⁹.

Com'è evidente, ricorrendo al brevetto l'ambito di tutela riconosciuta al software si espande rispetto alla sola protezione accordata dal diritto d'autore, dal momento che, senza dover divulgare quelle informazioni tecniche che il paradigma autoriale consente di mantenere segrete, quindi le linee di codici, sarà protetta la componente funzionale, oltre che testuale, del programma⁶⁰. Quanto alla possibilità di aggiungere la tutela brevettuale a quella autoriale in relazione al software, in dottrina si è osservato che non si tratta di una tutela semplicemente «cumulativa», ma «coincidente», essendoci «una vera e propria sovrapposizione di tutele sul medesimo *subject matter*», posto che non è realmente possibile scindere nel programma la forma espressiva dalle istruzioni pratiche⁶¹.

illecito realizzare un nuovo software che soddisfi le medesime esigenze funzionali di un software già in uso».

⁵⁸ *Supra* parr. 3 e 4.

⁵⁹ *Infra* par. 6, nt. 102.

⁶⁰ Al riguardo v. E. AREZZO, (nt. 19), 270, per cui «se [...] si può legittimamente presumere che un programmatore amatoriale di computer si avvalga della tutela fornita dal diritto d'autore, pare altrettanto logico immaginare, ad esempio, che l'inventore di una nuova apparecchiatura endoscopica controllata da un software cerchi, più probabilmente, la protezione brevettuale». V. altresì l'approfondimento *Hardware and software* pubblicato dall'EPO, reperibile in <https://www.epo.org/news-events/in-focus/ict/hardware-and-software.html>, per cui «a systems engineer who invents a new way of load balancing on a network of computers (defining which computer will perform which task), can implement the invention entirely in software. If this way of load balancing is new and inventive, it can be protected by a patent, such that competitors will be prevented from using the invention, unless they pay a fee to the patent's owner. For such technical processes, the actual software code is automatically protected by copyright. However, the functionality of the code, i.e. what the code does when run on a computer, is the decisive element that can be protected by a patent».

⁶¹ Così E. AREZZO, (nt. 19), 271 ss., la quale osserva che, se fosse realmente possibile scindere nel programma la forma espressiva dalle istruzioni pratiche, «le due forme di tutela resterebbero *sempre* su due piani diversi (riguardando elementi differenti di un programma) e sarebbe *sempre* possibile distinguere fra condotte che corrispondono ad una contraffazione di brevet-

6. La scelta del paradigma di protezione del software.

Alla luce di quanto detto, il software, se presenta i requisiti richiesti dalla legge, così come interpretati dalla prassi degli uffici brevettuali, può essere tutelato – alternativamente o cumulativamente – dal diritto d'autore, in relazione alla forma espressiva, e dal brevetto, in relazione alla componente funzionale. Ciò premesso, il presente contributo intende soffermarsi non sull'adeguatezza della tutela giuridica del software approntata dai vari ordinamenti, ovvero sui complessi corollari della coesistenza delle due forme di tutela, su cui è ampio il dibattito in dottrina⁶², bensì sulla scelta (che, va sottolineato, è una vera e propria *business decision*) da parte dell'impresa dello strumento giuridico a protezione delle proprie creazioni o invenzioni di software.

Concentrando l'attenzione sul versante della scelta dello strumento giuridico, occorre per prima cosa segnalare che non è possibile individuare a priori la migliore strategia di tutela del software, nella alternatività o cumulabilità dei paradigmi autoriale e brevettuale, essendo necessario compiere una valutazione caso per caso e in relazione a diversi profili. Com'è facilmente intuibile, l'individuazione del più adeguato meccanismo di protezione del software – come, del resto, di qualsiasi altra creazione o invenzione – fonda su considerazioni di natura tecnico-giuridica, nonché strategico-economica, che dipendono strettamente dalle specificità del caso concreto.

Per questo motivo, la presente analisi, senza porsi alcuna pretesa di esaustività, vuole solamente fornire alcuni stimoli di riflessione al fine di tracciare un possibile percorso valutativo nella scelta del paradigma di protezione del

to e condotte che integrano una contraffazione di diritto d'autore (ovvero, nella medesima condotta, individuare il profilo che comporta la contraffazione del primo e distinguerlo da quello che implica la contraffazione del secondo). La qual cosa, invece, non accade [...]». Al riguardo v. anche EAD., *Il dibattito sull'opera utile par excellence: il software*, in *AIDA*, 2016, 321.

⁶² *Ex multis*, senza pretesa di esaustività, v. G. GHIDINI, (nt. 17), 85 ss.; D.S. KARJALA, *The Relative Roles of Patent and Copyright in the Protection of Computer Programs*, in 17 *J. Marshall J. Computer & Info. L.*, 1998, 41; M.A. LEMLEY, J.E. COHEN, *Patent Scope and Innovation in the Software Industries*, in 89 *California L. Rev.*, 2001, 1 ss.; PBT CONSULTANTS, *The Results of the European Commission Consultation Exercise on the Patentability of Computer Implemented Inventions*, 2001, 14 ss. (reperibile in <https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20020619/SoftwarePatent.pub.pdf>); P. AUTERI, *Il diritto industriale 10 anni dopo. Il punto su ... il diritto d'autore*, in *Dir. ind.*, 2002, 411 ss.; G. GUGLIELMETTI, (nt. 50), 255; M. RICOLFI, *La tutela della proprietà intellettuale: fra incentivo dell'innovazione e scambio ineguale*, in *Riv. dir. ind.*, 2002, I, 11 ss.; C. LONG, *Patent Signals*, in *U. of Chicago L. Rev.*, 2002, 625 ss.; E. AREZZO, (nt. 19), 255 ss.; EAD., *Protezione del segreto e tutela del software: convergenze, sovrapposizioni, conflitti*, in *Dir. ind.*, 2018, 145 ss.

software. Al precipuo fine di promuovere la tutela e la valorizzazione degli sforzi creativi o innovativi delle imprese caratterizzate da un elevato livello di digitalizzazione, in sintonia con gli obiettivi del PNRR e delle *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale*, l'attenzione si focalizza qui sul software che l'impresa sviluppa in proprio, principalmente per rispondere a specifiche esigenze interne⁶³, come possono essere quelle di natura organizzativa, amministrativa o contabile, non quello che essa ottiene dall'esterno a titolo di proprietà o licenza d'uso; e prenderà in considerazione i parametri che seguono.

a) Dimensione dell'impresa e risorse disponibili

In linea generale, la dimensione dell'impresa costituisce senza dubbio uno degli elementi che maggiormente influenza la scelta dello strumento a tutela delle creazioni intellettuali. Con specifico riferimento al software, l'esperienza empirica mostra in modo chiaro come la protezione brevettuale sia più frequentemente impiegata da imprese di grandi dimensioni, che di norma dispongono di maggiori risorse da investire nell'attività di ricerca e sviluppo e di una più matura esperienza in campo brevettuale⁶⁴.

Per contro, PMI e *start-up*, sia pur con elevate capacità innovative nel settore delle tecnologie digitali⁶⁵, nel corso del tempo hanno manifestato una scarsa propensione verso il brevetto⁶⁶, per ragioni principalmente legate ai costi e alle complessità operative dello strumento, nonché alle difficoltà a rilevare il vantaggio economico della protezione brevettuale rispetto alla semplice messa sul mercato dell'innovazione⁶⁷. Ecco allora che nella pratica le realtà di

⁶³ Sul punto v. N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, (nt. 2), 158.

⁶⁴ Al riguardo v. K. BLIND, *Intellectual Property in Software Development: Trends, Strategies and Problems*, in 4 *Rev. of Econ. Research on Copyright Issues*, 2007, 25, per cui «the larger the companies the higher the likelihood to use patents and the greater their importance».

⁶⁵ Cfr. T. BEREUTER, Y. MÉNIÈRE, I. RUDYK, *High-growth Technology Business-Special Issue*, in *les Nouvelles – J. of the Licensing Executives Society*, 2020, 93; M. RAFFA, G. ZOLLO, (nt. 11), 63 ss.

⁶⁶ Sul tema si rinvia a G. GHIDINI, V. FALCE, *Open source, General Public License e incentivo all'innovazione*, in *AIDA*, 2004, 10, i quali evidenziano che le PMI, avendo meno risorse da destinare all'innovazione, tendono a guardare al modello *open source*, in quanto «bacino d'utenza di una continua produzione innovatrice che, se pure di carattere tipicamente incrementale, è comunque superiore alle loro possibilità individuali».

⁶⁷ In merito v. E. MANSFIELD, *Patents and Innovation: An Empirical Study*, in 32 *Management Science*, 1986, 177; J. KITCHING, R. BLACKBURN, *Intellectual Property Management in*

piccola o media dimensione in genere prediligono la tutela gratuita e facilmente accessibile del diritto d'autore rispetto a quella più costosa e complessa del brevetto⁶⁸.

b) Oggetto della tutela

Quanto all'oggetto della tutela, quindi dell'estensione della privativa, occorre tenere presente che se, per un verso, il diritto d'autore tutela la forma espressiva del programma, consentendo a chiunque di realizzare la stessa idea in una forma espressiva diversa, dall'altro, il brevetto tutela il profilo funzionale del software, impedendo a terzi, salvo il consenso del titolare, di scrivere un programma con funzioni simili rispetto a quello coperto dal brevetto⁶⁹.

Di conseguenza, una volta verificata la sussistenza dei requisiti di tutela previsti dalla legge, nella scelta tra tutela autoriale e/o brevettuale, è bene determinare l'ampiezza della protezione che si intende accordare al software, avendo cura di distinguere la componente testuale, formata dai codici e dal materiale preparatorio del programma, coperta dal diritto d'autore, da quella

the Small and Medium Enterprise (SME), in 5 *J. of Small Business and Enterprise Development*, 1998, 327 ss.; K.L. DURELL, *Intellectual Property Protection for Computer Software: How Much and What Form is Effective*, in 8 *International J. of Law and Information Technology*, 2000, 255; T. BEREUTER, Y. MÉNIÈRE, I. RUDYK, *Market Success and Challenges Facing European SMEs: Results from EPO's Patent Commercialization Scoreboard*, in *les Nouvelles – J. of the Licensing Executives Society*, 2020, 156 ss.; R. BAKELS, P.B. HUGENHOLTZ, *The Patentability of Computer Programs. Discussion of European-Level Legislation in the Field of Patents for Software, Technical Report, European Parliament*, 2002, 24 (reperibile in www.europarl.europa.eu); R. MANN, *Do Patents Facilitate Financing in the Software Industry*, in 83 *Tex. L. Rev.*, 2005, 981; A.G. GONZÁLEZ, *The Software Patent Debate*, in *J. of Intellectual Property Law & Practice*, 2006, 204; P. TANG, J. ADAMS, D. PARÉ, *Patent Protection of Computer Programmes*, Contract no. INNO-99-04, Final Report, Submitted to European Commission, DG Enterprise, 2011, 15; M. HOLGERSSON, *Patent Management in Entrepreneurial SMEs: A Literature Review and an Empirical Study of Innovation Appropriation, Patent Propensity, and Motives*, in *R&D Management*, vol. 4, no. 1, 2013, 21 ss.; Y.K. GIBB, S. BLILI, *Business Strategy and Governance of Intellectual Assets in Small & Medium Enterprises*, in 75 *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 2013, 428; S. KARAKASHIAN, *A Software Patent War: The Effects of Patent Trolls on Startup Companies, Innovation, and Entrepreneurship*, in 11 *Hastings Bus. L. J.*, 2015, 121.

⁶⁸ Sul punto v. G. GHIDINI, E. AREZZO, *One, None or a Hundred Thousand: How Many Layers of Protection for Software Innovation?*, in *Research Handbook on Intellectual Property and Competition Law*, J. DREXL (ed.), Cheltenham, Edward Elgar, 2008, 354; L. GULINO, *Un effettivo sistema di diritti di proprietà industriale per promuovere l'innovazione*, in *Dir. ind.*, 2020, 156.

⁶⁹ *Supra* parr. 2 e 3.

funzionale, coperta invece dal brevetto⁷⁰. Da questo punto di vista, appare chiaro come solo tramite la combinazione della tutela offerta dal diritto d'autore e dal brevetto risulti concretamente possibile assicurare al software una protezione integrale, operante, quindi, sotto il profilo sia testuale che funzionale⁷¹.

c) *Gradiente di originalità del software*

Un altro campo di indagine, senz'altro utile per valutare la convenienza di ricorrere al paradigma autoriale e/o brevettuale, attiene al gradiente di originalità del software. Da questa angolatura va detto che il diritto d'autore, accordando una protezione all'opera contestualmente alla sua creazione, con la mera condizione che non sia una copia di un'opera precedente, espressione della personalità altrui, presenta un minore grado di selettività rispetto al brevetto⁷². Il che vale a dire che il diritto d'autore tutela anche quei programmi, sia pur limitatamente alla forma espressiva, che sono esclusi dalla tutela brevettuale, in quanto non operano quel salto inventivo che giustifica l'attribuzione delle prerogative del brevetto⁷³.

Viceversa, il diritto d'autore, tutelando solo la forma espressiva e non l'idea creativa che sta alla base del software, sfavorisce coloro che realizzano programmi altamente innovativi. Questi saranno, infatti, ineluttabilmente esposti al rischio di duplicazione della funzionalità del software, tramite modifiche che si limitano alla forma espressiva dello stesso⁷⁴. È perciò ragionevole ritenere che tanto più il software appare originale sotto il profilo tecnico-funzionale, quanto più l'impresa dovrebbe valutare in modo attento e ponderato, anche alla luce dei diversi profili qui riportati, l'opportunità di affiancare alla tutela del diritto d'autore quella del brevetto.

⁷⁰ *Supra* parr. 2 e 3.

⁷¹ In argomento v. R. BAKELS, P.B. HUGENHOLTZ, (nt. 67), 3; G. GHIDINI, E. AREZZO, C. DE RASIS, P. ERRICO, *Il software fra brevetto e diritto d'autore. Primi appunti sulla Proposta di Direttiva comunitaria sulle "invenzioni attuate per mezzo di elaboratori elettronici"*, in *Riv. dir. ind.*, 2005, I, 68.

⁷² In merito v. G. GHIDINI, (nt. 17), 88.

⁷³ Cfr. G. GHIDINI, (nt. 17), 198; G. GHIDINI, E. AREZZO, C. DE RASIS, P. ERRICO, (nt. 71), 72; E. AREZZO, (nt. 19), 270.

⁷⁴ Sul tema v. P. DAL POGGETTO, *La questione della brevettabilità del software fra esigenze di sviluppo tecnologico e vincoli giuridici*, in *Informatica e diritto*, 1996, 246.

d) *Caratteristiche dell'invenzione*

La scelta del paradigma di protezione potrebbe essere parametrata anche ai costi di ricerca e sviluppo sottesi alla realizzazione dell'invenzione, che, come noto, nel settore informatico sono di norma inferiori rispetto ad altri rami della tecnica⁷⁵. In effetti, nel settore delle tecnologie informatiche i flussi innovativi, fondandosi comunemente su uno sviluppo incrementale⁷⁶, in cui ogni successiva innovazione costituisce un piccolo passo in avanti rispetto alle invenzioni precedenti⁷⁷, tendono ad essere molto intensi e rapidi. Inoltre, il settore del software tendenzialmente si caratterizza per notevoli economie di scala, per cui, dopo aver sostenuto un costo fisso iniziale, anche molto elevato, per produrre e vendere il software, ogni altra realizzazione si produce e può essere venduta a bassi costi marginali⁷⁸. È perciò perfettamente comprensibile il motivo per cui le imprese del settore del software, al di fuori di rari casi di invenzioni non effimere e suscettibili di uno sfruttamento commerciale durevole, tendano a reputare poco conveniente la complessa e costosa copertura brevettuale, prediligendo, di gran lunga, la tutela facilmente accessibile e gratuita del diritto d'autore⁷⁹.

Ancora, non bisogna dimenticare che la realizzazione che si inserisce in un percorso ideativo già battuto da un'opera o invenzione precedente, come accade, si è visto, nelle ipotesi dello sviluppo incrementale, può ricadere nella

⁷⁵ Sul punto v. L. MANSANI, (nt. 24), 54.

⁷⁶ Su questo aspetto v. P. SAMUELSON, R. DAVIS, M.D. KAPOR, J.H. REICHMAN, (nt. 16), 2376; G. GHIDINI, E. AREZZO, C. DE RASIS, P. ERRICO, (nt. 71), 68; G. GHIDINI, E. AREZZO, *Patent and Copyright Paradigms vis-à-vis Derivative Innovation: The Case of Computer Programs*, in *IIC*, 2005, 161; L. SCHIUMA, *Il software tra brevetto e diritto d'autore*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 696; J. BESSEN, E. MASKIN, *Sequential Innovation, Patents and Imitation*, in 40 *RAND J. of Econ.*, 2009, 611 ss.; R. HILTY, C. GEIGER, *Towards a New Instrument of Protection for Software in the EU? Learning the Lessons from the Harmonization Failure of Software Patentability*, *Max Planck Institute for Intellectual Property & Competition Law Research Paper No. 11-01*, 2011, 22 (reperibile in <https://ssrn.com/abstract=1746846>); E. AREZZO, (nt. 19), 16.

⁷⁷ Al riguardo v. E. AREZZO, (nt. 19), 16, la quale, con particolare riferimento al software, rileva che «non si tratta [...] di invenzioni altamente innovative, bensì di innovazioni di più modesta entità, che non stravolgono l'assetto competitivo del mercato con l'introduzione di prodotti prima inesistenti, ma si innestano nella traiettoria tecnologica già tracciata, in precedenza, da altre innovazioni perfezionandone, ad esempio, il risultato tecnico già ottenuto».

⁷⁸ Cfr. L. MANSANI, (nt. 24), 54.

⁷⁹ In questo senso v. M. LIBERTINI, *Le informazioni commerciali riservate (segreti commerciali) come oggetto di diritti di proprietà industriale*, in *Dir. ind.*, 2017, 568.

disciplina delle opere dell'ingegno o delle invenzioni "derivate" a seconda della distanza che corre tra la realizzazione successiva e l'opera anteriore⁸⁰.

Sotto questo profilo, in relazione alla disciplina autoriale, si rammenta che l'opera che risulta dall'elaborazione o dalla modifica dell'opera originaria è oggetto di tutela se presenta carattere creativo, senza pregiudizio dei diritti esistenti sull'opera originaria⁸¹. Tuttavia, qualsiasi modificazione o trasformazione di un'opera deve essere autorizzata dall'autore dell'opera stessa (artt. 4 e 18 l.d.a.)⁸².

Nel caso del software, l'art. 64-bis l.d.a. attribuisce al programmatore il diritto esclusivo di riprodurre, in modo permanente o temporaneo, totale o parziale, il programma per elaboratore con qualsiasi mezzo o in qualsiasi forma, nonché di tradurre, adattare, trasformare e modificare lo stesso. Gli artt. 64-ter e 64-quater l.d.a. prevedono, invece, una serie di attività che possono essere compiute senza l'autorizzazione dell'autore, come le attività necessarie per l'uso del programma, inclusa la correzione degli errori, la realizzazione di una copia di riserva, se necessaria per l'uso, o la "decompilazione" per conseguire l'interoperabilità con altri programmi⁸³.

Quanto al regime brevettuale, le invenzioni "derivate" se, da un lato, sono autonomamente suscettibili di brevettazione, senza necessità del consenso del titolare del brevetto sull'invenzione precedente, dall'altro, possono essere attuate solamente con il consenso del titolare dell'invenzione principale.

⁸⁰ In argomento v. A. MUSSO, *Elaborazioni creative del software e programmi derivati*, in *La legge sul software. Commentario sistematico*, a cura di L.C. UBERTAZZI, Milano, Giuffrè, 1994, 62 ss.; V. FALCE, *Innovazione "derivata" e information technologies*, in *Le nuove frontiere del diritto dei brevetti*, (nt. 24), 86 ss.; M. BERTANI, *Open source ed elaborazione di software*, in *AIDA*, 2004, 129 ss.

⁸¹ Sul tema si fa rinvio a E. LOFFREDO, *Open source e appartenenza del software*, in *AIDA*, 2004, 83, per cui «la valutazione della creatività e dell'autonomia del risultato di una elaborazione [...] è difficoltosa per qualsiasi opera derivata e diventa quasi inestricabile per le elaborazioni creative del *software* e dei programmi derivati».

⁸² Al riguardo v. P. AUTERI, *Il contenuto del diritto d'autore*, in AA.VV., *Diritto industriale. Proprietà intellettuale e concorrenza*, (nt. 15), 648 ss.

⁸³ Sulla disciplina delle opere derivate con specifico riguardo al software v. E. AREZZO, (nt. 19), 93, la quale osserva che «la non tutelabilità di quelle porzioni necessitate nel programma ovvero divenute tecniche di programmazione standardizzate farà sì che non possa considerarsi derivato un secondo programma che vanti unicamente la comunanza di tali porzioni di codici con uno precedente». Ancora, «si potrà avere contraffazione solo nei casi in cui sia possibile l'accesso al sorgente e ai materiali preparatori e accessori alla realizzazione del programma, non già in quei casi in cui la struttura, la *flowchart* ovvero i diagrammi a blocchi siano il risultato di un'opera di lavoro intellettuale indipendente da parte di un programmatore terzo».

Infine, preme notare che se il principio che richiede il consenso al titolare della realizzazione precedente è ineludibile nella disciplina autoriale, è, invece, come noto, temperato nel diritto brevettuale dal sistema di licenze obbligatorie⁸⁴.

e) *Durata della protezione accordata al software*

È bene considerare che il settore del software è oggetto di una continua e inarrestabile evoluzione che, conducendo molto rapidamente a risultati nuovi e sempre più efficienti, rende in poco tempo obsolete le precedenti realizzazioni⁸⁵. In questa direzione, si è osservato che la durata della protezione offerta dal diritto d'autore e dal brevetto, rispettivamente di settant'anni dopo la morte dell'autore e vent'anni dal deposito della domanda di brevetto, risulta essere «*sproporzionata rispetto alla rapida obsolescenza della creazione software, obsolescenza che giustificherebbe una protezione di pochissimi anni*»⁸⁶.

Specialmente nel valutare la convenienza dell'ottenimento di un brevetto, è pertanto indispensabile valutare se i profitti attesi derivanti dalla posizione di vantaggio che si presume di realizzare sul mercato tramite il diritto di esclusiva, naturalmente prima che il software venga superato da altre soluzioni più innovative, ad esempio in termini di aumento del fatturato, *royalty* per la concessione in licenza del brevetto o conquista di nuove quote di mercato, siano almeno tali da coprire i costi di brevetto⁸⁷. A tal proposito, occorre rammentare che il costo di brevettazione è tanto più elevato quanto più è esteso il territorio in cui si vuole ottenere il diritto di esclusiva sull'invenzione, vale a dire nelle ipotesi di brevetto europeo o internazionale, ricomprendendo anche il costo delle traduzioni, dalle convalide e dei rinnovi in diversi sistemi⁸⁸. Sotto

⁸⁴ In merito v. G. FLORIDIA, (nt. 15), 263 e 391; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, (nt. 15), 398 e 474.

⁸⁵ Sul punto v. V. AFFERNI, (nt. 24), 4, il quale osserva che i programmi per elaboratore, «anche se di tipo applicativo, sono destinati a cadere, in tempi relativamente brevi, in pubblico dominio e pertanto a volgarizzarsi». In tema v. anche R. BORRUSO, (nt. 19), 87 ss.; L. BREGANTE, *La tutela del software*, Torino, Giappichelli, 2003, 142.

⁸⁶ In questi termini v. L. SCHIUMA, (nt. 76), 706. In argomento v. altresì G. CAVANI, *Oggetto della tutela*, in *La legge sul software. Commentario sistematico*, (nt. 80), 5; K.L. DURELL, (nt. 67), 251; A.M. GAMBINO, E. PROSPERETTI, *Proprietà intellettuale nei sistemi di big data e nell'uso delle tecnologie di Intelligenza artificiale*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 118.

⁸⁷ Cfr. S. CAMPODALL'ORTO, G. CONTI, E. GATTI, *Proteggere l'idea. Il brevetto come strumento di competitività aziendale*, Milano, Franco Angeli, 2003, 22.

⁸⁸ Per i costi di un brevetto nazionale v. <https://uibm.mise.gov.it/index.php/it/tasse-e-tariffe/>

questo profilo, non bisogna dimenticare che la consultazione di banche dati in materia brevettuale consente di comprendere le tendenze della tecnologia, i possibili sviluppi attesi del mercato e la potenziale posizione competitiva che potrebbe derivare dal brevetto⁸⁹.

A ciò si aggiunge, sempre sul terreno della protezione brevettuale, che i tempi necessari per ottenere il titolo di privativa, specialmente se con estensione europea o internazionale, sono tutt'altro che brevi. Tenendo conto, da un

costi-brevetti-per-invenzione-industriali. Per i costi di un brevetto europeo v. <https://www.epo.org/applying/fees/fees.html>. Per un confronto tra i costi complessivi di un brevetto unitario (per i tempi necessari ai fini della sua operatività si rinvia a <https://www.epo.org/applying/european/unitary/unitary-patent/start.html>) e quelli di un brevetto europeo v. <https://www.epo.org/law-practice/unitary/unitary-patent/cost.html>, in cui si mette in evidenza che «a Unitary Patent will be less expensive than a European patent validated and maintained in four of the 25 Member States participating in the Unitary Patent system, four being the average number of those countries in which European patents are validated at present. Consequently, the more countries a classic European patent would have been validated in, the more cost-effective a Unitary Patent will be». Infine, per i costi di un brevetto internazionale v. <https://www.wipo.int/pct/en/fees/>.

⁸⁹ Al riguardo, le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-2023*, (nt. 1), § 1.3, *Favorire l'integrazione tra i sistemi e lo sviluppo di nuovi servizi applicativi*, evidenziano l'intenzione dell'Amministrazione «di dar corso ad uno studio di fattibilità di una nuova infrastruttura telematica di supporto per la gestione di tutte le domande e i titoli di IP, basata sulle più avanzate tecnologie di trattamento dati e capace di integrare i sistemi e le basi dati già esistenti e di arricchirli con nuovi e più evoluti servizi a supporto dell'utenza». Le *Linee di intervento* precisano che la nuova infrastruttura dovrebbe prevedere «un unico portale gratuito, versatile, multilingue e facilmente utilizzabile, integrato anche con le principali banche dati degli organismi europei ed internazionali operanti nel settore della PI, a disposizione senza interruzioni – h. 24 – delle imprese e dei singoli utenti non solo per depositare i propri titoli, ma anche per trovare soluzioni a problemi tecnici, verificare cosa sta sviluppando la concorrenza, seguire l'evoluzione delle tecnologie emergenti e indirizzare le decisioni riguardo agli ambiti di ricerca da sviluppare; un portale al servizio anche delle istituzioni per analisi compiute dei contesti, settoriali o territoriali, su cui si intende intervenire». Le *Linee di intervento strategiche*, (nt. 1), § 3.2, *Mettere a disposizione le informazioni brevettuali*, aggiungono che «le informazioni brevettuali costituiscono uno dei pilastri per la definizione dello stato della tecnica nelle diverse aree dell'innovazione tecnologica. Attraverso i brevetti è possibile seguire le tendenze della tecnologia e analizzare l'evoluzione della ricerca, l'innovazione in campo industriale e delineare, quindi, degli scenari sulla posizione e il ruolo delle imprese e degli enti di ricerca italiani nell'ambito della competitività globale. Per facilitare queste informazioni il Ministero si propone di rendere pubblico, in modo strutturato, il patrimonio informativo di cui dispone. L'Amministrazione propone di predisporre e pubblicare periodicamente, attraverso l'UIBM, analisi relative ai più importanti settori tecnologici cui afferiscono le domande italiane di brevetto per fornire un contributo informativo ai *decision-maker* sulle tendenze di medio-periodo dell'innovazione tecnologica italiana tutelata attraverso questo importante titolo di proprietà industriale, le sue potenzialità e i suoi eventuali limiti».

lato, dei lunghi tempi della procedura di brevettazione e, dall'altro, della vita commerciale generalmente molto breve delle tecnologie digitali, non è difficile immaginare che il rilascio del brevetto possa avvenire quando il software è ormai obsoleto⁹⁰.

f) *Altri possibili strumenti di tutela*

Come è noto, gli artt. 98 e 99 c.p.i. tutelano le informazioni aziendali e le esperienze tecnico-industriali, comprese quelle commerciali, soggette al legittimo controllo del detentore se tali informazioni sono segrete, nel senso che non sono nel loro insieme o nella precisa configurazione e combinazione dei loro elementi, generalmente note o facilmente accessibili agli esperti e agli operatori del settore, hanno valore commerciale in quanto segrete e sono oggetto di misure atte a mantenerle segrete. Tramite il segreto si ottiene una tutela che può essere mantenuta solo fintantoché le informazioni non divengono accessibili al pubblico e fatta valere solo se i terzi si procurano in modo abusivo le informazioni coperte dal segreto. Nessuna tutela è invece data nei confronti di chi apprende con mezzi leciti le informazioni oggetto di segreto o le sviluppa in modo indipendente (c.d. *reverse engineering*)⁹¹.

In prima battuta, occorre dare conto che la tutela del segreto ha un ambito più esteso rispetto a quella che deriva dal diritto d'autore, in quanto non si limita al codice o al materiale preparatorio del programma, ma riguarda qualunque altra informazione del software che viene mantenuta riservata – come algoritmi, idee e concetti alla base di ogni elemento di un programma per elaboratore – in relazione alla quale il diritto d'autore non è neppure reclamabile⁹². La tutela del segreto ha un ambito più esteso pure rispetto a quella che deriva dal brevetto, consentendo di proteggere quelle realtà che non sono incluse nell'ambito della tutela brevettuale, perché non considerate invenzioni ai sensi dell'art. 45 c.p.i. o perché prive dei requisiti di brevettabilità.

Va osservato che in alcuni casi la tutela del segreto può essere cumulata rispetto a quella del diritto d'autore e del brevetto. Sotto questo profilo, è bene notare che l'industria del software si avvale di una speciale combinazione fra segreto e diritto d'autore⁹³, posto che, come già anticipato, il diritto d'autore

⁹⁰ Cfr. E. MANSFIELD, (nt. 67), 176; K.L. DURELL, (nt. 67), 254; R. MANN, (nt. 67), 979.

⁹¹ Sul punto v. G. FLORIDIA, *Le creazioni protette*, in AA.VV., *Diritto industriale*, (nt. 15), 222 ss.; A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, (nt. 15), 497 ss.

⁹² In questo senso v. G. GUGLIELMETTI, *La tutela del segreto*, in *Le nuove frontiere del diritto dei brevetti*, (nt. 24), 114.

⁹³ Così G. GUGLIELMETTI, (nt. 92), 112.

sui programmi «può essere esercitato pur mantenendo il segreto sui codici sorgenti e su concetti, idee e procedure alla base della sequenza informatica»⁹⁴. In effetti, il diritto d'autore, per ottenere la protezione, non impone alcun obbligo di divulgazione del codice del programma⁹⁵, essendo il deposito presso il registro SIAE *ex art.* 105 l.d.a. facoltativo e non necessario ai fini della costituzione del diritto esclusivo⁹⁶. In aggiunta, il software tutelato dal diritto d'autore può essere sfruttato economicamente mettendolo a disposizione di terzi in formato codice oggetto, quindi nella forma di sequenza binaria incomprensibile all'operatore umano, e tenendo rigorosamente segreto il codice sorgente, costituito da un linguaggio intellegibile⁹⁷.

Ancora, come si è anticipato, il diritto d'autore sul software prevede una serie di stringenti limitazioni in capo all'utilizzatore finale atte ad impedire gli atti che sono necessari per studiare il programma in forma di codice oggetto e, conseguentemente, per ricostruire la sequenza di istruzioni in una forma comprensibile all'uomo. In particolare, l'utilizzatore finale, senza l'autorizzazione del titolare dei diritti, può osservare dall'esterno il software durante le «operazioni di caricamento, visualizzazione, esecuzione, trasmissione o memorizzazione del programma che egli ha il diritto di eseguire», ma non può comprenderne le dinamiche interne di funzionamento (art. 64-ter, terzo comma, l.d.a.)⁹⁸.

In questo modo, il diritto d'autore impedisce all'utilizzatore di accedere alle informazioni che consentono l'attività di apprendimento tramite *reverse engineering*⁹⁹. L'opera di "decompilazione", tramite cui è possibile risalire al codice sorgente dal codice oggetto, è invero ammessa unicamente per derivare le informazioni necessarie a conseguire l'operatività del programma con altri realizzati in modo indipendente (art. 64-quater, secondo comma, lett. c), l.d.a.)¹⁰⁰.

⁹⁴ Sul tema v. G. GUGLIELMETTI, (nt. 92), 113.

⁹⁵ In argomento v. E. AREZZO, (nt. 19), 9.

⁹⁶ Analogamente E. AREZZO, (nt. 19), 9.

⁹⁷ In questi termini v. G. GUGLIELMETTI, *Analisi e decompilazione dei programmi*, in *La legge sul software. Commentario sistematico*, (nt. 80), 154; G. GHIDINI, V. FALCE, (nt. 66), 6; E. LOFFREDO, (nt. 81), 75; E. AREZZO, (nt. 19), 55.

⁹⁸ Sul rapporto tra diritto d'autore e segreto commerciale in relazione al software v. G. GUGLIELMETTI, (nt. 97), 159 ss.; R. BORRUSO, (nt. 19), 78 ss.; L. SCHIUMA, (nt. 76), 697; C. GALLI, *Potenziale perpetuità della tutela del know-how e contrattualizzazione degli impegni di riservatezza*, in *Dir. ind.*, 2018, 117.

⁹⁹ Così G. GUGLIELMETTI, (nt. 92), 113.

¹⁰⁰ In argomento v. G. GUGLIELMETTI, (nt. 97), 152 ss. Sul tema v. altresì E. AREZZO, (nt. 19), 59, per cui «tale disposizione [...] solo in apparenza diretta alle informazioni necessarie al

Quanto al rapporto tra segreto e brevetto, si è detto che la *disclosure* del codice sorgente del programma non rappresenta un elemento essenziale per soddisfare l'onere di descrizione del brevetto (art. 52, secondo comma, c.p.i.)¹⁰¹. La prassi degli uffici brevettuali e, in particolare, dell'EPO non ritiene, invero, necessario, ai fini di una sufficiente descrizione dell'invenzione, che la domanda di brevetto contenga l'indicazione completa del codice del programma¹⁰². Pertanto, in relazione al software, il segreto sull'invenzione permane non solo fino al deposito della domanda di brevetto, come comunemente accade per le invenzioni industriali, nel rispetto del requisito della novità, ma, in patente contrasto con la logica brevettuale, anche a seguito del rilascio del titolo di privativa¹⁰³.

La prassi dell'EPO, non richiedendo la divulgazione dei codici del programma nella domanda di brevetto, finisce per riconoscere al software una tu-

conseguimento dell'interoperatività, impone appunto che le informazioni ricavate tramite la decompilazione non possano essere utilizzate se non per scopi di interoperatività, non possano essere comunicate a terzi e, soprattutto, non possano essere utilizzate per lo svolgimento, la produzione o la commercializzazione di un software *sostanzialmente simile nella sua forma espressiva*. In altre parole, la norma prescrive un fortissimo vincolo di segretezza, nonché una precisa regolamentazione circa l'uso delle informazioni (segrete) ottenute tramite il *reverse engineering*, le quali ben possono esulare dalle mere specifiche tecniche per il conseguimento dell'interoperatività e rivelare, dunque, materiale scientifico prezioso per la scrittura di programmi concorrenti».

¹⁰¹ Sul punto si rimanda al documento *Patents for software? European law and practice*, pubblicato dall'EPO nel 2009, reperibile in www.epo.org, in cui si legge che «there is no legal basis in the EPC for requesting a program source code from the applicant. Nor is it the policy of the EPO to require or examine source codes or to publish them as annexes to patent application documents (which consist of the request for grant, the claims, the description, the drawings and the abstract). The source code is neither necessary nor appropriate for sufficient disclosure of a computer-implemented invention. For examination and publication purposes the inventive concept must be disclosed in the application in a manner sufficiently clear and complete for it to be carried out by a person skilled in the art. This does not require disclosure of a source code».

¹⁰² Le *Guidelines for Examination in the European Patent Office*, (nt. 26), F-II, § 4.12, prevedono che, «in the particular case of inventions in the computer field, program listings in programming languages cannot be relied on as the sole disclosure of the invention. The description, as in other technical fields, should be written substantially in normal language, possibly accompanied by flow diagrams or other aids to understanding, so that the invention may be understood by a person skilled in the art who is deemed not to be a specialist in any specific programming language, but does have general programming skills. Short excerpts from programs written in commonly used programming languages can be accepted if they serve to illustrate an embodiment of the invention».

¹⁰³ Al riguardo v. E. AREZZO, (nt. 19), 10.

tela rafforzata rispetto a quella che tradizionalmente viene accordata alle invenzioni industriali, posto che al riconoscimento del diritto di privativa non si accompagna l'obbligo di alimentare le conoscenze di pubblico dominio in relazione all'invenzione¹⁰⁴. In ragione di ciò, in dottrina si riflette, in una prospettiva *de jure condendo*, sull'opportunità di introdurre un obbligo di divulgazione dei codici del programma nella domanda di brevetto, così da contenere la portata del brevetto concesso alle invenzioni di software «in spazi più congrui, commisurando l'ampiezza della privativa a quanto effettivamente realizzato dall'inventore»¹⁰⁵.

Da ultimo, è doveroso precisare che in alcuni casi il segreto non è complementare, ma alternativo al brevetto nel tutelare la componente funzionale del software. In effetti, le caratteristiche del mondo digitale e la considerevole velocità di evoluzione delle nuove tecnologie talvolta rendono la protezione dei segreti preferibile rispetto a quella del brevetto¹⁰⁶. Non bisogna però dimenticare che il mondo digitale, per quanto veda continuamente comparire nuove e sempre più raffinate misure di protezione dei dati, come sono quelle basate sulla tecnologia *blockchain*¹⁰⁷, facilita altresì, enormemente, l'accesso abusivo ad informa-

¹⁰⁴ In questo senso v. E. AREZZO, (nt. 19), 269.

¹⁰⁵ Sul tema v. E. AREZZO, (nt. 19), 269, 274 e 275, la quale osserva che «nell'ipotesi, tutt'altro che residuale, di sovrapposizione delle tre tutele (brevetto, diritto d'autore e segreto) sul medesimo *subject matter*, la codificazione di una norma che imponga la divulgazione obbligatoria dei sorgenti del programma nella domanda di brevetto, pur incidendo, di fatto, solo su uno dei tre paradigmi, avrebbe di riflesso l'effetto di rendere impossibile il conseguimento della «super-tutela» normalmente concessa attraverso il connubio delle altre due protezioni (*copyright* e segreto)». Ancora, «si potrebbe temere [...] che limitare la portata del brevetto alla utilità pratica specificatamente conseguita attraverso la particolare concatenazione di codici come descritta e rivendicata equivarrebbe, nella pratica, a ritenere contraffatta tale privativa solo là dove una invenzione successiva riproducesse la medesima utilità attraverso l'utilizzazione di quella stessa identica stringa di codici. Se così fosse, basterebbe riscrivere il programma in un diverso linguaggio di programmazione per sfuggire all'accusa di contraffazione del brevetto. Una tale critica, tuttavia, ad una riflessione più approfondita, non risulta condivisibile. Preme ricordare che la tutela brevettuale copre il trovato non solo contro casi di contraffazione letterale, ma anche contro la c.d. contraffazione per equivalenti».

¹⁰⁶ Sul punto v. M. LIBERTINI, (nt. 79), 572.

¹⁰⁷ In argomento v. F. DE LEONARDIS, (nt. 2), 488, secondo cui, «per quanto riguarda il rapporto con la proprietà intellettuale, la *blockchain* può essere usata per registrare e certificare ogni tipo di contenuto digitale, garantendo la "paternità" dell'opera sia dal punto di vista della creazione, sia in fase di registrazione che in un possibile giudizio in tribunale». La tecnologia della *blockchain* potrebbe dunque trovare applicazione anche nell'ambito dei segreti commerciali, tenendo le informazioni da proteggere al sicuro e fornendo una sorta di "certificazione digitale" di *assets* immateriali in possesso in un dato momento. In merito v. A. BALBO, *Segreti*

zioni o conoscenze riservate, apparendo ancora molto debole in punto di tutela dei segreti commerciali¹⁰⁸. Per impostare una corretta strategia IP, specialmente nell'alternativa tra brevettare o mantenere il segreto, pare dunque essenziale valutare il livello di imitabilità del software, considerando se sia o meno complesso identificare le idee e i principi che stanno alla base del suo funzionamento¹⁰⁹.

g) *Profili contabili e fiscali (cenni)*

Sotto il profilo strettamente aziendalistico, occorre segnalare che le creazioni o le innovazioni di software possono incrementare il valore patrimoniale ed economico dell'impresa. Il software per uso diretto può, infatti, rientrare nelle immobilizzazioni immateriali, che, come noto, «sono costituite da costi che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi»¹¹⁰. Per inquadrare il

commerciali: la Blockchain è una “misura ragionevole” per mantenerli al sicuro?, in *Cyberlaws*, 26 novembre 2018, reperibile in <https://www.cyberlaws.it/en/2018/blockchain-segreti-commerciali/>, per cui «pare ragionevole intendere la *Blockchain* come un luogo sicuro per il caricamento delle informazioni nel rispetto del requisito delle “misure ragionevoli”, data l'estrema difficoltà (se non impossibilità) di *hacking* della catena [infatti, per accedere alle reti *Blockchain*, sono necessarie le chiavi di accesso e, inoltre, nell'improbabile caso di “*hacking*”, l'hacker dovrebbe modificare i dati in ogni singolo nodo della *Blockchain* – un nodo è ogni computer/dispositivo connesso alla rete, lasciando, quindi, informazioni rilevanti che potrebbero consentire al detentore del segreto commerciale di risalire all'autore della violazione]». Sulla possibilità di impiegare la tecnologia *blockchain* nel diritto della proprietà intellettuale v., ad esempio, B. CLARKE, *Blockchain and IP Law: a Match made in Crypto Heaven?*, 2018, reperibile in https://www.wipo.int/wipo_magazine/en/2018/01/article_0005.html; G. GÜRKAYNAK, I. YILMAZ, B. YEŞİLTAY, B. BENGI, *Intellectual Property Law and Practice in the Blockchain Realm*, in 34 *Computer L. & Security Rev.*, 2018, 854 ss.; J. HUGENDUBEL, *Blockchain Technology and Intellectual Property – A Basic Introduction*, 2021, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3917801.

¹⁰⁸ In merito v. P. SAMUELSON, R. DAVIS, M.D. KAPOR, J.H. REICHMAN, (nt. 16), 2343, per cui «an experienced programmer who runs a program to study its component behaviors can often learn everything necessary to make a functionally indistinguishable program». In argomento v. anche E. MANSFIELD, (nt. 67), 176; M. LIBERTINI, (nt. 79), 571; M.L. MONTAGNANI, M. CAVALLO, *Segreti industriali e sicurezza informatica*, in *Dir. ind.*, 2022, 177 ss.

¹⁰⁹ In questo senso v. G. GUGLIELMETTI, (nt. 92), 110; M. LIBERTINI, (nt. 79), 572. Al riguardo v. anche D. BENDER, *Trade Secret Protection of Software*, in 38 *George Washington L. Rev.*, 1970, 909 ss.; ID., *Post-Adkins Trade Secret Protection of Software*, in 1 *Rutgers J. Computers & L.*, 1970, 5 ss.

¹¹⁰ Così OIC 24, *Immobilizzazioni immateriali*, par. 4, pubblicato dall'Organismo Italiano di Contabilità in data 22 dicembre 2016 ed aggiornato con gli emendamenti pubblicati in data 29 dicembre 2017, reperibile in www.fondazioneoic.eu.

corretto trattamento contabile del software, nella prospettiva dei principi contabili nazionali e, in particolare, dell'OIC 24, occorre tuttavia distinguere tra software di base, che consente il funzionamento dell'hardware, e software applicativo, che invece consente di conseguire specifici risultati operativi¹¹¹.

Il software di base, essendo strettamente correlato all'hardware, è trattato alla stregua di una componente di un'immobilizzazione materiale e, pertanto, rientra nell'ambito di applicazione dell'OIC 16¹¹². Di conseguenza, l'ammortamento del software di base è trattato all'interno dell'OIC 16¹¹³. Dal punto di vista fiscale, le quote di ammortamento sono deducibili secondo le regole ordinarie previste per le immobilizzazioni materiali ai sensi dell'art. 102 t.u.i.r.

Diversamente, i costi sostenuti per la realizzazione interna di un software applicativo tutelato giuridicamente, analogamente ai costi sostenuti per l'acquisto di un software a titolo di proprietà, nonché a titolo di licenza d'uso, sia a tempo indeterminato che a tempo determinato, limitatamente alle somme pagate *una tantum*, vanno capitalizzati tra le immobilizzazioni immateriali. In particolare, il software applicativo prodotto internamente e tutelato giuridicamente va iscritto nella voce B.I.3 «Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno» della classe delle «Immobilizzazioni immateriali»¹¹⁴. Fiscalmente, le quote di ammortamento sono deducibili ai sensi dell'art. 103, primo comma, t.u.i.r.

¹¹¹ In argomento v. R. MORO VISCONTI, *La valutazione economica del software*, in *Dir. ind.*, 2014, 422; ID., *La valutazione economica dei database (banche dati)*, *ivi*, 2017, 360; M. RESCIGNO, *Regole per la capitalizzazione dei costi per «software»*, in *Guida alla Contabilità & Bilancio, Il Sole 24 Ore*, dicembre 2015, 32 ss.

¹¹² OIC 24, (nt. 110), A.21.

¹¹³ OIC 24, (nt. 110), 75.

¹¹⁴ Il principio OIC 24, (nt. 110), 27, stabilisce che «la voce B13 “diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno” può comprendere: – i costi sia di produzione interna sia di acquisizione esterna dei diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno; – i costi per l'acquisizione o la produzione di brevetti per modelli di utilità e per modelli e disegni ornamentali; – i costi per i diritti in licenza d'uso di brevetti; – i costi relativi all'acquisto a titolo di proprietà, a titolo di licenza d'uso del software applicativo sia a tempo determinato che a tempo indeterminato; – i costi sostenuti per la produzione ad uso interno di un software applicativo tutelato ai sensi della legge sui diritti d'autore; – i costi di *know-how*, sia nel caso in cui sono sostenuti per la produzione interna che nel caso di acquisto da terzi, quando è tutelato giuridicamente. I diritti di brevetto industriale e i diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno possono essere trasmessi con licenza d'uso. Sebbene i diritti siano assimilabili dal punto di vista utilizzativo, è evidente che il brevetto implica un concetto di trasferibilità e di proprietà (anche se limitata nel tempo) che la licenza d'uso normalmente non ha. Tuttavia, privilegiando gli aspetti sostanziali e considerando l'utilizzo economico del

Se il software applicativo è prodotto internamente, ma non è tutelato giuridicamente, i costi di produzione sono imputati a conto economico nel periodo di sostenimento o, in alternativa, capitalizzati alla voce B.I.7 «Altre» della classe delle «Immobilizzazioni immateriali»¹¹⁵, se danno luogo a programmi utilizzabili per un certo numero di anni all'interno dell'impresa¹¹⁶. L'ammortamento del costo del software non tutelato è effettuato nel prevedibile periodo di utilizzo¹¹⁷. Dal punto di vista fiscale, nell'ipotesi in cui i costi siano direttamente iscritti a conto economico, il costo rappresenta una componente negativa di reddito deducibile in base al principio di competenza, secondo quanto previsto dall'art. 109 t.u.i.r. Nella diversa ipotesi di capitalizzazione, i costi sono deducibili ai sensi dell'art. 108, primo comma, t.u.i.r.

Sotto il profilo fiscale, è pure opportuno ricordare che la legge di Stabilità del 2015 (art. 1, commi da 37 a 45, l. 23 dicembre 2014, n. 190) aveva introdotto un regime opzionale di tassazione agevolata, ai fini IRES (o IRPEF) e IRAP, dei redditi d'impresa derivanti dall'utilizzo di software protetto da *copyright*, di brevetti industriali, di disegni e modelli, nonché di processi, formule e informazioni relativi ad esperienze acquisite nel campo industriale, com-

bene immateriale, è preferibile classificare nella stessa voce BI3 anche le licenze d'uso per brevetti e beni simili».

¹¹⁵ OIC, (nt. 110), 31 e A.19.

¹¹⁶ In merito ai progetti interni di sviluppo del software, l'OIC 24, (nt. 110), A.19 e A.20, specifica che, «i costi capitalizzabili comprendono i costi diretti e indiretti nella misura in cui possano essere riferiti alla realizzazione del *software*. Sono invece esclusi i costi indiretti attribuibili al progetto, quali gli affitti, gli ammortamenti, i costi del personale con funzioni di supervisione ed altre voci simili. La capitalizzazione dei costi inizia solamente dopo che la società sia ragionevolmente certa del completamento e dell'idoneità all'uso atteso del nuovo *software*. Tale momento potrà variare a seconda della natura del progetto. Se, ad esempio, il progetto ha un obiettivo specifico e si basa su di una tecnologia provata (ad esempio, un sistema di contabilità fornitori), la capitalizzazione può iniziare prima, ma comunque non prima che la fase di fattibilità sia completata (cioè quando inizia la fase di progettazione del sistema o il contratto con i terzi è firmato). Al contrario, se il progetto di *software* inerisce una tecnologia non sperimentata in precedenza ed ha un obiettivo ambizioso, la capitalizzazione è differita fintanto che la società ha concluso che il progetto è in grado di soddisfare». Inoltre, data la possibilità di rapida obsolescenza tecnologica del *software*, secondo quanto previsto dall'OIC 24, (nt. 110), 78, «la società valuta a ogni data di riferimento del bilancio la presenza di indicatori di perdite durevoli di valore per quanto concerne le immobilizzazioni immateriali. Se tali indicatori dovessero sussistere, la società procede alla stima del valore recuperabile dell'immobilizzazione ed effettua una svalutazione, ai sensi dell'articolo 2426 comma 1, numero 3, qualora l'immobilizzazione risulti durevolmente di valore inferiore al valore netto contabile».

¹¹⁷ OIC 24, (nt. 110), 74.

merciale o scientifico giuridicamente tutelabili, se espressione dell'attività di ricerca e sviluppo dell'impresa (c.d. *Patent Box*). L'opzione poteva essere esercitata dai soggetti titolari di reddito d'impresa, indipendentemente dal tipo di contabilità adottata e dal titolo giuridico in virtù del quale avveniva l'utilizzo dei beni, nella dichiarazione dei redditi relativa al primo periodo d'imposta per il quale si intendeva optare per la stessa. L'opzione, valida per cinque periodi di imposta, con possibilità di rinnovo, consentiva alle imprese di escludere dalla base imponibile il 50% dei redditi derivanti dall'utilizzo, anche congiunto, dei succitati beni immateriali o dalla cessione degli stessi, qualora il 90% del ricavato fosse reinvestito nella manutenzione o nello sviluppo di altri beni immateriali prima della chiusura del secondo periodo di imposta successivo a quello nel quale si era verificata la vendita¹¹⁸.

Come è noto, l'art. 6 d.l. 21 ottobre 2021, n. 146 – convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2021, n. 215, e modificato dalla legge di Bilancio 2022 (l. 30 dicembre 2021, n. 234) –, sostituisce il regime della detassazione del reddito derivante dall'utilizzo degli intangibili con la “superdeduzione”¹¹⁹. Secondo il novellato regime, i soggetti titolari di reddito d'impresa possono optare per una maggiore deduzione pari al 110%, valevole ai fini delle imposte sui redditi e dell'IRAP, dei costi di ricerca e sviluppo sostenuti in relazione a software protetti da *copyright*, brevetti per invenzione industriale, disegni e modelli di utilità, che siano dagli stessi soggetti utilizzati direttamente o indirettamente nello svolgimento della propria attività d'impresa. L'opzione ha durata per cinque periodi d'imposta ed è irrevocabile e rinnovabile. Il nuovo regime si applica alle opzioni esercitate con riguardo al periodo d'imposta 2021 e ai successivi esercizi. Coloro che hanno esercitato l'opzione per l'abrogato regime del *Patent Box*, con riferimento a periodi d'imposta antecedenti al 2021, possono scegliere, in alternativa al vecchio regime opzionato, di aderire al nuovo meccanismo di “superdeduzione”, previa comunicazione all'Agenzia delle Entrate¹²⁰.

¹¹⁸ Le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-2023*, (nt. 1), § 2.1, *Garantire il sostegno finanziario agli strumenti per la valorizzazione dei titoli di IP*, evidenziano che è intenzione del Ministero, onde promuovere l'uso degli strumenti di tutela della IP, «farsi parte attiva con le Amministrazioni competenti per un'eventuale revisione del *Patent box* per il quale si dovrà effettuare un'attenta analisi in termini di semplificazione anche al fine di garantire certezza, ampia accessibilità e tempi rapidi nell'utilizzo».

¹¹⁹ Con il Provvedimento n. 48243 del 15 febbraio 2022 dell'Agenzia delle Entrate sono state adottate le disposizioni attuative della nuova disciplina sul *Patent Box*. Il Provvedimento è reperibile in www.agenziaentrate.gov.it.

¹²⁰ Per ulteriori approfondimenti sul nuovo regime del *Patent Box* v. ASSONIME, *Prime os-*

7. Considerazioni conclusive.

Provando a trarre qualche conclusione, occorre innanzitutto sottolineare che il posizionamento competitivo che deriva dalle tecnologie implementate all'interno del complesso aziendale dipende strettamente dalla capacità dell'impresa di gestire adeguatamente i diritti di proprietà intellettuale in una prospettiva strategica orientata a creare valore. È dunque senz'altro necessario innalzare la consapevolezza degli operatori economici sul ruolo delle creazioni intellettuali, quale leva di consolidamento competitivo, e sulla loro attitudine a generare reddito e ricchezza¹²¹.

Nell'ottica di incentivare la diffusione e l'uso degli strumenti a protezione della capacità creativa e inventiva delle imprese assumono pregnante rilevanza tanto le misure di incentivo fiscale, quanto quelle di sostegno finanziario per accedere agli strumenti di tutela¹²² e di consulenza strategica in materia di IP¹²³. L'innalzamento del livello culturale in tema di proprietà industriale pas-

servazioni sul decreto legge n. 146 del 2021: abrogazione del regime di Patent Box e "sanatoria" del credito d'imposta per ricerca e sviluppo, circolare 30/2021, 28 ottobre 2021; ID., Dal Patent Box alla "maggiorazione del 110%", circolare 19/2022, 10 giugno 2022.

¹²¹ Cfr. S. CAMPODALL'ORTO, G. CONTI, E. GATTI, (nt. 87), 20.

¹²² Si rinvia a quanto detto in proposito nelle *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-2023*, (nt. 1), § 2.1, *Garantire il sostegno finanziario agli strumenti per la valorizzazione dei titoli di PI*. Tra le misure di sostegno già attuate, v., ad esempio, la misura *Brevetti+*, aperta il 28 settembre 2021 e chiusa alla stessa data per esaurimento delle risorse disponibili, per la valorizzazione economica del brevetto nelle micro, piccole e medie imprese, tramite la concessione ed erogazione di incentivi per l'acquisto di servizi specialistici (v. <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/brevetti>). V. altresì l'incentivo per le *start-up* innovative «Voucher 3i – Investire in Innovazione», previsto per il triennio 2019-2021, per finanziare l'acquisto di servizi di consulenza per la brevettazione (v. <https://uibm.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/operativo-il-voucher-3i-per-le-start-up-innovative/voucher-3i-investire-in-innovazione>). V., inoltre, il Fondo per le PMI «Ideas Powered for business», attivo dal 10 gennaio 2022 fino al 16 dicembre 2022, sostenuto dalla Commissione europea e dall'EUIPO, con sovvenzioni pari a 20 milioni di euro, per aiutare le PMI europee a sviluppare strategie di IP a livello nazionale, regionale o dell'UE (v. <https://euiipo.europa.eu/ohimportal/it/online-services/sme-fund>). Il Ministero dello Sviluppo Economico con il decreto direttoriale di programmazione delle risorse del 7 giugno 2022 per l'anno 2022 ha poi messo a disposizione 46 milioni di euro, di cui 30 milioni per *Brevetti+* (di cui 10 milioni a valere sul PNRR), 14 milioni di euro per *Disegni+* e 2 milioni di euro per *Marchi+*. In particolare, la misura *Brevetti+*, aperta il 27 settembre 2022 e chiusa alla stessa data per esaurimento della dotazione finanziaria complessiva, ha inteso favorire lo sviluppo di una strategia brevettuale e l'accrescimento della capacità competitiva delle micro, piccole e medie imprese (v. <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/brevetti-marchi-e-disegni>).

¹²³ Le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-*

sa, infatti, inevitabilmente attraverso incentivi economici, oltre che fiscali, e la fornitura di servizi specialistici innovativi, capaci di agevolare, supportare e consolidare la percezione dell'importanza dei titoli di proprietà industriale e della loro valorizzazione¹²⁴.

L'attuazione coordinata di interventi volti a sensibilizzare e sostenere le imprese, in particolare le PMI, in punto di tutela della capacità creativa o innovativa, potrebbe essere accompagnata da un ripensamento del quadro normativo di riferimento. Come si è visto, nel settore del software la genericità e la mancanza di chiarezza circa l'area della protezione brevettuale, alimentate dagli orientamenti ondivaghi delle Commissioni di Ricorso dell'EPO, rendono per le imprese tutt'altro che agevole definire una adeguata strategia IP. Questa incertezza in punto di brevettabilità del software, in patente contrasto la logica di incentivo alla protezione delle risorse intellettuali propria del PNRR e delle *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale*, finisce inevitabilmente per allontanare gli operatori economici dalla strategia brevettuale¹²⁵.

Considerando che il mondo delle imprese è ormai sempre più orientato a concentrare gli sforzi di investimento nel settore informatico e digitale, appare

2023, (nt. 1), § 2.2, *Supportare l'accesso ai servizi di consulenza specialistica*, evidenziano che «l'innalzamento del livello culturale in tema di proprietà industriale passa inevitabilmente anche attraverso la fornitura di servizi specialistici innovativi, capaci di agevolare, supportare e consolidare la percezione della valenza dei titoli di proprietà industriale e la loro valorizzazione».

¹²⁴ In tal senso v. PNRR, Missione 1, Componente 2, (nt. 7). Sul punto v. altresì le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale*, (nt. 1), § 2, *Incentivare l'uso della PI, in particolare da parte delle PMI*, per cui «ogni azione di valorizzazione economica dei titoli di PI che si prefigga l'obiettivo di incidere positivamente sullo sviluppo industriale sconta necessariamente una piena conoscenza del valore che hanno i titoli di proprietà industriale e delle variegate possibilità di loro utilizzo. Spesso a livello di imprese, in particolare di quelle di medie e piccole dimensioni, non si ha la percezione del valore del proprio portafoglio titoli di IP o di quello che potrebbe essere definito. La sfida è colmare questa distanza, mettendo in atto uno sforzo per diffondere presso le piccole e medie imprese la cultura della proprietà industriale quale necessario strumento attraverso il quale far crescere la capacità competitiva delle imprese e, dunque, del sistema Paese».

¹²⁵ Le *Linee di intervento strategiche sulla proprietà intellettuale per il triennio 2021-2023*, (nt. 1), § 1.7, *Promuovere la cultura della PI*, osservano che «per migliorare il sistema di protezione della proprietà industriale non si può non intervenire anche con iniziative che aiutino cittadini, imprese e istituzioni ad avere una maggiore consapevolezza collettiva della sua importanza. Si tratta di un passaggio della strategia da implementare che non deve assolutamente essere sottovalutato; come visto in questi anni, solo se tutta la comunità riconosce il valore dell'innovazione come volano di crescita si possono efficacemente mettere in campo azioni di valorizzazione dei titoli della proprietà industriale».

opportuno individuare in modo più chiaro i contorni e i limiti della tutela del software, sulla base di un equo bilanciamento delle esigenze del settore e dei suoi operatori¹²⁶. In tale ottica sarebbe, pertanto, necessario adeguare la cornice normativa agli sviluppi e alle specificità del software, com'è avvenuto per le nuove varietà vegetali, per le topografie di semiconduttori e per le invenzioni biotecnologiche, rivisitando e correggendo *ad hoc* la disciplina generale del brevetto¹²⁷.

Pur senza entrare nel merito dell'ardua e discussa questione della revisione normativa della disciplina del brevetto in relazione al software, è doveroso accennare all'opportunità di una scelta di politica economica che preservi le imprese, soprattutto PMI, tradizionalmente asse portante di questo settore, dal rischio di trovare la strada dell'innovazione e dello sviluppo bloccata da brevetti su invenzioni di software, appannaggio quasi esclusivo di grandi colossi della tecnologia¹²⁸. Ciò anche valutando la possibilità di limitare la protezione brevettuale su invenzioni di software, ad esempio innalzando i requisiti di novità e originalità richiesti per ottenere il brevetto, riducendo la durata della privativa o imponendo la divulgazione dei codici del programma nella domanda di brevetto, ferma restando comunque, come osservato, la tutela offerta dal diritto d'autore e dai segreti commerciali¹²⁹.

Nel ripensare il quadro normativo di riferimento, non bisogna poi dimenti-

¹²⁶ Sul punto v. E. AREZZO, (nt. 19), 265 ss.

¹²⁷ In merito v. A. VANZETTI, V. DI CATALDO, M.S. SPOLIDORO, (nt. 15), 382 e 383, per cui «l'applicazione delle regole dei brevetti, pensate originariamente per le invenzioni della meccanica, alle invenzioni dei settori via via successivamente emersi ha posto in luce problemi nuovi, tipici di ciascun settore [...]. I settori diversi dalla meccanica [...] continuano a presentare problemi nuovi. Crescono le domande di accesso al sistema brevettuale per invenzioni sempre più lontane, in linea di fatto, dalla meccanica. Applicare ad esse le regole comuni, in assenza di un intervento normativo che detti una disciplina speciale, quanto meno parziale, appare sempre più difficile».

¹²⁸ Sul tema v. R. DI COSMO, (nt. 24), 22, per cui «if patent law is extended to software, then you cannot write a program with a functionality similar to what is covered by a competitor's patent, no matter how superior is the program you write, how badly written is your competitor's program, or, worse, whether your competitor has actually written, or intends to write such a program at all! To write your program, you need to get a license from the patent holder, and this means that you may need to spend some money to get the patent. But it is not all about money: the patent holder may deny licensing a key technology to people he dislikes».

¹²⁹ Cfr. E. AREZZO, *Nuove invenzioni e rapporti tra i diversi requisiti di brevettabilità*, (nt. 31), 168, la quale, alla luce dell'orientamento più recente delle Commissioni di Ricorso dell'EPO in punto di brevettabilità del software, osserva che «la definizione di invenzione brevettabile [...], per effetto della rivisitazione del concetto di carattere tecnico, si è ampliata a dismisura fino quasi a perdere dei contorni ben precisi».

care che la brevettabilità del software è chiamata a convivere con il fenomeno sempre più diffuso dell'*open source*¹³⁰, il quale non solo prospetta una serie di effetti benefici, di portata collettiva, per lo sviluppo di dinamiche di innovazione, ma può anche essere per alcune imprese economicamente più conveniente rispetto al paradigma proprietario del brevetto¹³¹.

In ultima istanza, come si è evidenziato in dottrina, nella prospettiva di sostenere lo sviluppo del settore digitale e di promuovere la “cultura dell’innovazione” nelle imprese, è fondamentale che il legislatore abbia una visione lungimirante e la capacità di impostare corrette strategie di crescita, compatibili con le diverse esigenze degli operatori del settore e delle sue prospettive di sviluppo – in particolare con riguardo all’intelligenza artificiale –, al fine di evitare l’introduzione di norme destinate ad essere rapidamente superate dall’incalzare degli eventi ed inidonee ad adattarsi a fattispecie ulteriori rispetto a quelle per le quali vengono dettate¹³².

¹³⁰ Al riguardo, tra i tanti, v. D. LIN, M. SAG, R.S. LAURIE, *Source Code versus Object Code: Patent Implications for the Open Source Community*, in 18 *Santa Clara Computer & High Tech. L. J.*, 2002, 235 ss.; A. PALMIERI, *Open source e contratti di assistenza*, in *AIDA*, 2004, 281 ss.; A. ESTEVE, *Patent Protection of Computer-Implemented Inventions Vis-A-Vis Open Source Software*, in 9 *The J. of World Intellectual Property*, 2006, 276 ss.; E. GEORGIADES, *Resolving Conflicting Interests: Software Patents versus Open Source*, in 20 *Information & Communications Technology L.*, 2011, 225 ss.; A. STAZI, D. MULA, *Titolarità e contitolarità dei diritti IP nei sistemi di crowdsourcing, open source e cloud computing*, in *Dir. ind.*, 2015, 149 ss.

¹³¹ Sul punto v. G. GHIDINI, V. FALCE, (nt. 66), 7 ss.

¹³² In questo senso v. C. GALLI, (nt. 13), 221.

Giurisprudenza delle Corti superiori

Ius in fieri in Cassazione

Loredana Nazzicone *

SOMMARIO:

Premessa. – 1. Diritti camerali e direttive europee. – 2. Abuso della personalità giuridica ed elusione dei diritti del creditore del socio. – 3. Il recesso. – 4. Limiti alla delega a terzi di funzioni gestorie nella s.p.a. – 5. Confisca antimafia di partecipazioni sociali e governo societario. – 6. Licenziamento del direttore generale e diritto di critica. – 7. *Start-up* innovativa e fallimento. – 8. Società cooperativa e devoluzione del patrimonio a fondi mutualistici. – 9. Società cooperativa e dati personali. – 10. Società cooperativa edilizia e natura dell'autorizzazione dell'organo gestorio al recesso socio. – 11. Eccedenze di gestione nei consorzi e divieto di distribuzione degli utili. – 12. Società fiduciaria in l.c.a., omessa vigilanza pubblica, solidarietà nel debito e prescrizione. – 13. Giurisdizione in tema di società partecipate pubbliche. – 14. Ordinanze di rimessione in tema di conferimento d'azienda delle banche di credito cooperativo e in tema di autorità portuali.

Premessa.

Dopo avere scelto, negli scorsi numeri, di segnalare questioni del tutto *in fieri*, in quanto su di esse la S.C. era alla ricerca di una soluzione, qui si torna – salvo nell'ultimo paragrafo, in cui si segnalano recenti rimessioni – alla tradizionale individuazione dei principi di diritto già pronunciati: parimenti sottoposti, peraltro, alle valutazioni ed all'arricchimento del contributo degli studiosi.

Lo “stile” resta, però, lo stesso; non note di commento, ma puri spunti, ed al più appunti, su questioni discusse e discutibili. Con l'avvertenza che è stata, naturalmente, necessaria una selezione dei temi.

1. Diritti camerali e direttive europee.

Cass. civ., sez. V, ord. 20 luglio 2022, n. 22801 (Pres. Chindemi, rel. Stalla)

L'art. 18 della l. 29 dicembre 1993, n. 580 ha previsto che al finanziamento

* Consigliere della Suprema Corte di Cassazione; e-mail: loredana.nazzicone@giustizia.it.

delle camere di commercio si provveda anche mediante il «diritto annuale» d'iscrizione negli albi o registri.

Secondo la commissione tributaria regionale, l'imposizione del pagamento di tali diritti ad una s.a.s. contrasta con gli artt. 10 e 12 dir. 69/335/CEE del Consiglio del 17 luglio 1969, perché si tratta di «una vera e propria imposta indiretta sulla raccolta di capitali», vietata dalla disciplina comunitaria, con il conseguente obbligo per il giudice nazionale di disapplicare le norme interne in contrasto con l'ordinamento UE.

Il motivo per cassazione, formulato dalla camera di commercio, richiamava l'esigenza, tuttavia, di tenere conto anche delle decisioni della Corte di giustizia, laddove ha escluso il contrasto con la direttiva con riguardo ai diritti camerale.

La Cassazione ha accolto la tesi, affermando la piena compatibilità del diritto camerale nazionale con l'ordinamento UE, sulla base delle decisioni della Corte di giustizia sull'art. 10 dir. 69/335/CEE e art. 5, par. 1, lett. c), dir. 2008/7/CE (CGUE 11 giugno 1996, C-2/94, *Denkavit International BV*; 19 aprile 2012, C-443/09, *Fall. Grillo Star s.r.l.*; 20.6.2013, C-468/12, *Camera comm. Cosenza c. Fall. soc. Ciesse s.r.l.*).

La *ratio decidendi*, espressa dalla massima ufficiale, consiste nella circostanza che «il fatto generatore di tale tributo non consiste nella registrazione della società o della persona giuridica, titolare di un'impresa, bensì nella registrazione dell'impresa stessa», che era, tuttavia, quanto affermato dalla Corte di giustizia, non dalla sentenza della Cassazione.

La quale, invece, di suo rileva come il diritto in esame vada riferito allo svolgimento, in quanto tale, dell'attività di impresa soggetta ad iscrizione, e non all'adozione di una determinata veste tipologica o strutturale, non inducendo a diversa conclusione il fatto che, agli esclusivi fini della quantificazione economica della prestazione, si prevedano criteri diversi a seconda che si tratti di imprese individuali sottoposte a quota annuale forfettaria, ovvero di società sottoposte ad aliquota su scaglioni del fatturato dell'annualità precedente.

La mancata enunciazione espressa del principio di diritto, pur richiesta dall'art. 384, primo comma, c.p.c., ha comportato la parziale infedeltà della massima.

La Corte, si noti, enuncia anche un *obiter*, riaffermando che l'obbligo del pagamento permane anche oltre la cessazione di fatto di ogni attività e fino a che la società non si attivi per la cancellazione dal registro delle imprese.

Tra i precedenti, Cass. n. 11214/2020, in *Foro it.*, Rep. 2020, voce *Camera di commercio*, n. 2, del pari in tema di società personale; Cass. n. 4576/2015, *ivi*, Rep. 2015, voce *cit.*, n. 1.

2. Abuso della personalità giuridica ed elusione dei diritti del creditore del socio.

Cass. civ., sez. I, ord. 22 giugno 2022, n. 20181 (Pres. De Chiara, rel. Scotti)

L'abuso della personalità giuridica delle società di capitali ha perso il ruolo di protagonista delle scene del dibattito giuridico. La vicenda di cui alla ordinanza in epigrafe, peraltro, non attiene alle situazioni classiche del c.d. squarcio del velo della personalità giuridica, con la responsabilità patrimoniale diretta del socio per i debiti della società: invece, il creditore del socio mirava a rivalersi sul patrimonio della società partecipata dal suo debitore, con effetti di "nullità civilistica" del contratto di società ed imputazione al socio di tutti i rapporti giuridici.

La Cassazione afferma il principio di diritto, per il quale l'abuso dello schermo dell'autonomia giuridica della società di capitali, sorto per estendere la responsabilità illimitata del "socio tiranno" a favore dei creditori della società-schermo, non può essere fatto valere a favore dei *creditori personali* del socio, i quali intendano far accertare giudizialmente la mera interposizione della società e soddisfarsi sul patrimonio di questa (cfr. Trib. Milano, ord. 9 giugno 2020, in *Foro it.*, 2020, I, 2879, il quale ha escluso, in sede di procedimento di sequestro conservativo, che l'azione revocatoria possa avere ad oggetto gli atti riferibili al patrimonio di una società partecipata dal debitore).

Qui il caso – che sempre illumina il principio di diritto – riguarda una società, che il creditore particolare del socio assumeva essere meramente fittizia in quanto inattiva, senza dipendenti e titolare soltanto della nuda proprietà di un fondo di pregio: dunque *in thesi* costituita al solo scopo di frapporre fra il socio ed i suoi creditori lo schermo societario, al fine di beneficiare abusivamente della separazione patrimoniale ed eludere l'art. 2740 c.c.

Il ricorrente denunciava la violazione degli artt. 1175, 1375, 2082 e 2247 c.c., non avendo la corte d'appello (a differenza del giudice di primo grado) applicato l'istituto dell'abuso del diritto, *sub specie* dell'abuso di personalità giuridica. La Corte esclude che questo possa servire a superare la separazione patrimoniale, permettendo l'aggressione del patrimonio sociale da parte del creditore personale del socio; a tal fine, si fa carico dei precedenti, reputandoli non in contrasto con il principio detto.

La S.C. rileva pure che non erano state proposte né l'azione di accertamento della simulazione del contratto di costituzione della nuda proprietà sul bene immobile (lasciando intendere che tale strumento avrebbe potuto avere un diverso

esito, ove suffragato da prova idonea), né l'azione di simulazione della costituzione della società a responsabilità limitata titolare della nuda proprietà del potere (questione su cui, in *obiter*, reputa l'azione di simulazione di società preclusa dall'art. 2332 c.c., in armonia con i precedenti: cfr. Cass. n. 20888/2019, in *Foro it.*, Rep. 2019, voce *Società*, n. 419; n. 29700/2019, *ivi*, voce cit., n. 420; n. 22560/2015, in *Vita not.*, 2016, 295 e in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 724, con nota di A. DELL'OSSO; n. 30020/2011, in *Giur. it.*, 2012, 1591).

Il tema, più in generale, si lega a quello del gruppo e dei suoi eventuali intenti elusivi: dove solo ai fini lavoristici vede superabile l'alterità soggettiva delle società del gruppo, in ragione della regola generale dell'ordinamento lavoristico, secondo cui il vero datore di lavoro è quello che effettivamente utilizza le prestazioni lavorative (la S.C. ha da tempo fissato gli accertamenti che il giudice del merito deve operare, al fine di accertare la simulazione o la preordinazione in frode alla legge del frazionamento di un'unica attività fra i vari soggetti, ossia: *a*) unicità della struttura organizzativa e produttiva; *b*) integrazione tra le attività esercitate dalle imprese del gruppo e correlativo interesse comune; *c*) coordinamento tecnico ed amministrativo-finanziario tale da individuare un unico soggetto direttivo che faccia confluire le diverse attività delle singole imprese verso uno scopo comune; *d*) utilizzazione contemporanea della prestazione lavorativa da parte delle società titolari delle distinte imprese, nel senso che la stessa sia svolta in modo indifferenziato e contemporaneamente in favore dei vari imprenditori: così Cass. n. 2014/2022, inedita; n. 19023/2017, in *Foro it.*, Rep. 2017, voce *Lavoro (rapporto)*, n. 838; n. 26346/2016, *ivi*, Rep. 2016, voce cit., n. 1183; n. 3482/2013, *ivi*, Rep. 2013, voce cit., n. 775; n. 25270/2011, in *Giur. comm.*, 2012, II, 768, con nota di A. DONINI; n. 11107/2006, in *Impresa*, 2006, 1200). Al cospetto di società collegate facenti capo ad un unico gruppo, dunque, la concreta ingerenza della società capogruppo nella gestione dei rapporti di lavoro dei dipendenti delle società del gruppo, che ecceda il ruolo di direzione e coordinamento generale ad essa spettante sul complesso delle attività delle società controllate, determina l'assunzione in capo alla società capogruppo della qualità di datore di lavoro.

Il tema si lega a quello del *trust*, per il quale si nega la soggettività giuridica, riconosciuta in capo al *trustee* (Cass. n. 1826/2022, in *Trusts*, 2022, 479).

Infine, deve darsi atto che l'area della soggettività è destinata ad arricchirsi da quando, per effetto dell'evoluzione delle scienze dell'informazione, è apparso sulla scena giuridica l'«agente elettronico», capace di elaborare decisioni algoritmiche autonome ed “agire” nella realtà (G.P. CIRILLO, *I soggetti giuridici digitali*, in *Contr. impr.*, 2020, 573; F.M. SBARBARO, *Algoritmi, intelligenza artificiale e personalità giuridica: prime note sul recente dibattito in*

tema di autonomous entity, in *NDS*, 2020, 885; G. TEUBNER, *Soggetti giuridici digitali? Sullo status privatistico degli agenti software autonomi*, a cura di P. FEMIA, Napoli, ESI, 2019).

Avvertono i filosofi dell'informazione e della comunicazione che, assai più spesso di quanto non crediamo, quando lavoriamo o eseguiamo ricerche su *internet* non abbiamo di fronte nessuno, se non un algoritmo: che risponde, agisce, interagisce, impara, decide, sceglie e non è controllabile, neppure da chi l'ha progettato. Persona giuridica e soggettività giuridica sono differenti tecniche di spersonalizzazione dell'attività orientata ad uno scopo: ma se la soggettività giuridica non è altro che *fiction iuris*, una metonimia o un simbolo incompleto cui non corrisponde un'entità reale (si avverte di non scambiare «la struttura del linguaggio e quella del mondo» (G.B. FERRI, *Divagazioni di un civilista sui concetti, sui valori e sull'idea di codice civile*, in *Dir. giur.*, 2006, 495) – il concetto potrebbe ancora servire per questa nuova entità. Cinquant'anni dopo la fantasia di Stanley Kubrick, siamo ad Hal? Restano, insomma, aperti àmbiti di riflessione, sollecitati dal sempre attuale tema della soggettività e della personalità giuridica, fondante lo stesso diritto delle società.

3. Il recesso.

Cass. civ., sez. I, ord. 5 settembre 2022, n. 26060 (Pres. Scalfaferrì, rel. Catalozzi)

Cass. civ., sez. I, sent. 27 giugno 2022, n. 20546 (Pres. De Chiara, est. Fidanzia, P.G. Passafiume diff.)

Una generale interpretazione restrittiva delle disposizioni disciplinanti il diritto di recesso del socio esprime il più recente orientamento della Cassazione, giunto alla compiuta esposizione delle sue ragioni.

Quanto alla prima decisione – pur nel vigore della disciplina positiva, secondo cui il recesso *ad nutum* dalla società è previsto per le società a tempo indeterminato, qualunque sia il tipo prescelto (art. 2285, primo comma, c.c.; 2437, terzo comma, c.c., se non quotata; art. 2473, secondo comma, c.c.), e solo nelle società personali se la durata sia «per tutta la vita di uno dei soci» – continua a porsi la questione se, anche nelle società di capitali, la previsione di un termine di durata particolarmente lungo, largamente superiore alle aspettative di vita di uno dei soci, debba comportare lo stesso regime della società contratta a tempo indeterminato, con conseguente diritto di recesso.

Al riguardo, si fronteggiano più interessi: quello del socio a dismettere il suo investimento, una volta che ritenga non più confacente mantenerlo, e l'interesse della società, come degli altri soci, a poter continuare a contare su quel rapporto sociale per proseguire il progetto imprenditoriale, interesse quest'ultimo cui, poi, s'aggrega quello dei creditori della società, dal momento che, in esito al recesso, in taluni casi il patrimonio sociale potrebbe risultare diminuito.

La Cassazione fonda l'interpretazione restrittiva – secondo cui non è dato il recesso *ad nutum* al socio di una società di capitali contratta a tempo determinato, sebbene questo sia di durata superiore alla vita umana o proiettato in un orizzonte temporale molto lontano – sulla tassatività dei casi di recesso *ex artt.* 2437 e 2473 c.c., sulla differente disciplina con le società personali, sul fine primario di tutela dei creditori e l'esigenza di certezza del diritto che è compromessa da criteri di incerta applicazione, come la durata della vita umana o di un dato progetto imprenditoriale (a seconda «se soci della società siano persone fisiche o persone giuridiche; se le società socie abbiano differenti durate, anche diverse rispetto a quella della società partecipata; se i soci persone fisiche abbiano diverse età; se l'oggetto sociale implichi un progetto imprenditoriale non chiaramente ed univocamente definibile»: così Cass. n. 4716/2020, in *Foro it.*, 2020, I, 1617).

La decisione in epigrafe n. 26060/2022 – mediante un opportuno *self restraint* interpretativo – pone particolare accento sulla necessità di assicurare «certezza e univocità alle informazioni desumibili dalla consultazione degli atti iscritti nel registro delle imprese, senza imporre ai terzi un'attività di valutazione e interpretazione delle stesse connotata da un margine di opinabilità» e di «monitorare costantemente la composizione della compagine sociale».

La sentenza si fa carico anche di smentire l'argomento fondato sulla durata del progetto imprenditoriale, ragionando della «tendenziale difficoltà di individuare l'arco temporale entro il quale l'oggetto sociale può plausibilmente essere conseguito, laddove non consistente in attività suscettibile di ripetizione potenzialmente all'infinito», con pregiudizio del pari per la certezza dei rapporti giuridici; e fa chiarezza sul rilievo della diversa disciplina per le società personali, invece caratterizzate dalla responsabilità dei singoli soci.

L'esistenza di conclusioni spesso difformi del Procuratore generale, rispetto alle pronunce ricordate, testimonia, peraltro, l'esistenza tuttora di una certa riflessione interpretativa.

La tesi segue ad un opposto orientamento, che argomentava all'inverso proprio dalla previsione sul tempo di vita delle persone fisiche *ex art.* 2285 c.c., dalla previsione di un termine in funzione del perseguimento del progetto

imprenditoriale, dal potenziamento del diritto di recesso nella riforma della s.r.l., dall'osservazione finale che «tale indicazione si risolve o in un mero esercizio delimitativo che equivale nella sostanza al significato della mancata determinazione del tempo di durata della società ovvero in un sostanziale intento elusivo degli effetti che si produrrebbero con la dichiarazione di una durata a tempo indeterminato», donde la conclusione che è «[e]vidente in quest'ultimo caso la necessità di un intervento correttivo dell'interprete» (Cass. n. 9662/2013, in *Foro it.*, 2014, I, 553 e in *Giur. comm.*, 2014, II, 802, con nota di F. CIUSA, la quale era sembrata voler aprire la strada per un'equiparazione della s.r.l. a lunga durata, l'anno 2100, ad una società a tempo indeterminato).

I numerosi precedenti in termini valgono, però, a far ritenere questo orientamento “diritto vivente” (v. Cass. n. 4716/2020, cit.; Cass. ord. n. 8962/2019, in *Società*, 2019, 633, con nota di A. BUSANI, in *Giur. it.*, 2019, 2443, con nota di M.L. PASSADOR, e in *Riv. dir. impr.*, 2020, 179, con nota di L. CAROTENUTO, la quale per prima cercò di operare un *distinguo* – sebbene non ancora delineato *in toto* come nelle pronunce successive – dal precedente di Cass. n. 9662/2013, cit.; sulla necessità di valutare separatamente, in caso di scissione, i termini di durata previsti per ciascuna società, scissa e beneficiaria, v. Cass. n. 23095/2019, in *Foro it.*, Rep. 2019, voce *Società*, n. 586, la quale rileva pure come non fosse stato neppure dedotto l'esercizio del diritto di recesso *ex art.* 2473, primo comma, c.c.).

La seconda decisione in epigrafe, sent. n. 20546/2022, si segnala per l'affermazione secondo cui, a norma dell'art. 2437, secondo comma, lett. b) c.c., condizione necessaria e sufficiente del recesso è l'eliminazione della prelazione, restando irrilevante se la modifica statutaria abbia eliminato la prelazione solo per i trasferimenti delle azioni a società controllate.

La massima è peraltro rubricata come riferita alla s.r.l., sebbene si tratti di s.p.a., con un effetto particolarmente fastidioso, dato che nello stesso testo convivono i due richiami, normativo e letterale, difformi.

È stata, invece, correttamente omessa la massimazione dell'affermazione, pur contenuta in sentenza, secondo cui «affinché possa ritenersi integrato il secondo requisito della causa di recesso prevista dall'art. 2497-*quater* lett. c) cod. civ. (...) non è indispensabile che l'inizio della direzione e coordinamento abbia già prodotto un'immediata alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento, essendo, invece, sufficiente l'esistenza di una potenzialità modificativa (*in peius*) delle stesse, e che la prova di tale alterazione possa essere fornita valorizzando circostanze successive alla dichiarazione di recesso».

Infatti, le relative censure sono ritenute inammissibili – per avere la corte

d'appello ritenuto insussistente in punto di fatto un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento – né la Corte ritiene di pronunciare al riguardo ai sensi dell'art. 363 c.p.c.: dunque, si resta sul piano del puro *obiter*, che non fa precedente.

4. Limiti alla delega a terzi di funzioni gestorie nella s.p.a.

Cass. civ., sez. II, sent. 3 agosto 2022, n. 24060 (Pres. Manna, est. Grasso)

Dimessosi l'amministratore esecutivo in adempimento alle c.d. quote rosa, al predetto erano stati attribuiti nel contempo amplissimi poteri, volti a concludere per conto della società contratti di appalto e di vendita per impianti fotovoltaici (fino a un importo massimo di euro 12.000.000,00 per singola operazione), costituire società all'estero ed acquistare quote di società all'estero, ed altro.

La Corte reputa illegittimo tale conferimento, perché l'amministratore non può spogliarsi dei suoi poteri, ai quali corrispondono i doveri derivanti dal ruolo, delegando a terzi d'amministrare la società, così aggirando le norme e rendendo più difficili verifiche, controlli e direttive.

La conclusione è che si tratti di "procura abdicativa", attraverso la quale viene aggirato anche il dovere d'astensione in presenza di conflitto d'interesse.

5. Confisca antimafia di partecipazioni sociali e governo societario.

Cass. civ., sez. III, sent. 23 maggio 2022, n. 16607 (Pres. Frasca, est. Guizzi, P.G. Nardecchia conf.)

Cass. civ., sez. I, sent. 5 gennaio 2022, n. 191 (Pres. Genovese, est. Nazzicone, P.G. De Renzis parz. diff.)

Cass. civ., sez. VI-1, ord. 4 marzo 2021, n. 6068 (Pres. Scotti, rel. Nazzicone)

Una completa sistemazione teorica attende tuttora la situazione in cui tutto, o parte, del capitale sociale di una società sia oggetto di sequestro penale, e, poi, di confisca, pervenendo in capo allo Stato.

Il d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, *Codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione*, prevede, all'art. 20 d.lgs. n. 159/2011, il sequestro dei

beni, ivi comprese le partecipazioni societarie, nonché, all'art. 24, la successiva confisca quando il titolare non possa giustificarne la legittima provenienza. L'art. 416-*bis*, settimo comma, c.p. stabilisce che, nei confronti del condannato, sia sempre obbligatoria la confisca delle cose che servirono o furono destinate a commettere il reato e delle cose che ne sono il prezzo, il prodotto, il profitto o che ne costituiscono l'impiego.

Le pronunce in epigrafe si occupano della questione, da vari punti di vista: in sede di regolamento di competenza, affermandosi che la clausola compromissoria statutaria non è opponibile allo Stato, divenuto socio a seguito della confisca *de qua*, che abbia esercitato l'azione di responsabilità ex artt. 2476 e 2407, cui rinvia l'art. 2477, quarto comma, c.c. (Cass. n. 6068/2021); nell'azione sociale di responsabilità proposta dallo Stato contro gli ex amministratori e sindaci, è affermata ex art. 363 c.p.c. la difesa erariale anche in ipotesi di domanda riconvenzionale da parte dei convenuti (Cass. n. 191/2022); e la perdurante legittimazione attiva della società "confiscata" a proseguire i giudizi precedentemente instaurati a tutela dei propri crediti (Cass. n. 16607/2022).

Circa le posizioni del Procuratore generale, nel primo provvedimento esse mancano, trattandosi di ordinanza della Sezione sesta; nel secondo, sono indicate come "parzialmente difformi", soltanto perché tecnicamente la S.C. ha dichiarato una inammissibilità, con pronuncia del principio di diritto nell'interesse della legge, che era, peraltro, proprio quello che il P.G. aveva chiesto di affermare (si noti, *per incidens*, che la massima dimentica di indicare la presenza delle conclusioni del P.G.); nel terzo, sono conclusioni esplicitamente conformi.

Come accade per il fatto che il giudice è comunque astretto ai "fatti che lo interrogano", o alle questioni di diritto poste, la trattazione operata dalle tre pronunce lascia, peraltro, permanere spazi di indagine, in particolare con riguardo ai ruoli svolti dallo Stato proprietario e dall'Agenzia.

Diverse sono le fasi che caratterizzano la situazione dei beni, nell'ambito delle misure adottate dal giudice penale: nella fase del sequestro preventivo, l'Agenzia si pone quale «ausiliario» del giudice, soggetto alle sue direttive, nel contempo provvedendo in proprio alla gestione del bene, onde viene parificata ad un amministratore giudiziario delle quote; nella fase della confisca che segue alla pronuncia di primo grado, l'Agenzia del pari provvede quale gestore dei beni; nella fase, infine, della confisca definitiva, quando il bene viene posto nella titolarità dello Stato, l'Agenzia conserva però i poteri di gestione e destinazione finale del bene (così Cass. n. 191/2022, in epigrafe).

Emerge la differenza della figura con le ipotesi di ordinario intervento dello Stato nell'economia: qui lo Stato diviene proprietario per forza di legge,

nell'ambito delle misure di repressione della criminalità organizzata di stampo mafioso; e, certamente, il soggetto societario resta sempre il medesimo, cambiando solo «la “mano” che lo guida, giacché è “la condizione giuridica del bene confiscato” quella che “muta”»; quanto, poi, alla rappresentanza processuale della società, poiché è l'Agenzia a porsi come gestore, trova applicazione l'art. 8 d.l. n. 4/2010, conv. in l. n. 50/2010, secondo cui all'Agenzia si applica la difesa a mezzo dell'Avvocatura dello Stato (Cass. n. 16607/2022, in epigrafe).

Ciò che occorre chiarire, peraltro, è – sotto tutti i possibili profili coinvolti – la situazione giuridica della società, posto che la partecipazione sociale è in titolarità dello Stato, ma nel contempo è “gestita” dall'ANADC: onde merita di essere indagato l'intreccio, nelle varie fasi, tra le funzioni di “ausiliario” del giudice penale e quelle di ente che provvede “alla gestione e destinazione dei beni” mediante atti di amministrazione, nonché la qualifica giuridica che essa assuma, anche in concorso o in sostituzione dell'organo gestorio.

6. Licenziamento del direttore generale e diritto di critica.

Cass. civ., sez. lav., sent. 31 maggio 2022, n. 17689 (Pres. Tria, est. Pontorio, P.M. Mucci conf.)

La figura del direttore generale è intermedia tra quella di amministratore e dipendente, con riflessi anche quanto al giudice che tratta la materia. Mentre le azioni di responsabilità vengono correttamente intraprese innanzi al tribunale delle imprese, le cause contro il licenziamento vengono invece introdotte innanzi al giudice del lavoro.

Nella vicenda in esame, la S.C., sezione lavoro, opinando diversamente dai giudici di primo e di secondo grado, ha escluso la giustificatezza (nozione distinta da quelle di giusta causa e di giustificato motivo *ex art.* 1 l. n. 604/1966) del licenziamento di un dirigente che, nel corso di una riunione del c.d.a., aveva mosso critiche al bilancio sociale, prospettando anche le fattispecie di reato (falso in bilancio, false comunicazioni sociali) potenzialmente configurabili.

La sentenza contiene alcune considerazioni sul “diritto di critica” del direttore generale: menzionando sia l'art. 21 Cost., sia l'art. 1 dello Statuto dei lavoratori, ma, soprattutto, richiamando la regola giurisprudenziale circa l'esigenza del rispetto dei «limiti di continenza formale e sostanziale» del legittimo esercizio del diritto di critica, legati rispettivamente alla rilevanza costituzionale dei beni che si intende tutelare attraverso la critica e alla veridicità dei fatti e alla correttezza del linguaggio adoperato.

Ma le medesime considerazioni sono suscettibili di essere apprezzate, oltre che ai fini dell'obbligo di fedeltà di cui all'art. 2105 c.c., più ampiamente con riguardo al dovere generale di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., cioè inquadrando la figura nella materia specializzata societaria.

Dove, accanto alle osservazioni svolte in sentenza circa la denuncia *ex art.* 333 c.p.p. di fatti illeciti da parte del lavoratore, rileva anzi, ancor prima, lo specifico dovere del direttore generale di adempiere in modo professionale al suo incarico: tanto che è, piuttosto, la collusione con la redazione del bilancio senza il rispetto dei criteri legali a comportarne il coinvolgimento, posto che il direttore generale deve attivarsi per impedire l'illecito.

Non si tratta, quindi, di un semplice lavoratore, che sia venuto a conoscenza di fatti aziendali illeciti – la cui facoltà di denunciarli all'autorità giudiziaria va preservata, come quella di qualunque cittadino, senza che possa comportare la responsabilità disciplinare e giustificare il licenziamento per giusta causa (cfr., al riguardo, la l. n. 197/2017, *Disposizioni per la tutela degli autori di segnalazioni di reati o irregolarità di cui siano venuti a conoscenza nell'ambito di un rapporto di lavoro pubblico o privato*): si tratta, invece, di un soggetto organico alla società, tanto che l'art. 2396 c.c. vi estende le disposizioni sulla responsabilità degli amministratori.

Non è però il “dissenso” di cui discorre l'art. 2392, terzo comma, c.c., il quale è riferito a soggetto avente diritto di voto nella relativa deliberazione, ma proprio la debenza di una condotta positiva volta ad evidenziare, secondo i doveri della carica, all'organo amministrativo la mancanza di verità e correttezza di alcune poste di bilancio, accompagnate dalla sottolineatura della importanza dell'inadempimento gestorio, tale da integrare illecito penale.

Non vi è, perciò, falsa applicazione dell'art. 2392, terzo comma, c.c., che nella specie non viene in evidenza, ma delle norme e clausole circa la risoluzione del rapporto.

Correttamente, la S.C. conclude cassando la sentenza di appello, che aveva ritenuto – al contrario – inadempiente il direttore generale di suoi doveri, per essere egli giunto a «pubblicizzare le proprie perplessità», a «descrivere sempre pubblicamente le fattispecie di reato potenzialmente configurabili» ed a «prospettare pubblicamente la potenziale commissione di reati da parte dei membri del CdA», laddove si trattava di una bozza di bilancio ancora modificabile su cui dipendenti e società di revisione erano «disponibili a valutare i rilievi mossi».

Ed è certo condivisibile il generale rilievo, secondo cui il legame fiduciario che caratterizza il rapporto tra il direttore generale e la società non può determinare l'automatica compressione del diritto di critica, di denuncia e di dissenso, ogni volta che sia esercitato «in maniera non pretestuosa»: al pari, deve dirsi, che per l'amministratore.

7. Start-up innovativa e fallimento.

Cass. civ., sez. I, ord. 4 luglio 2022, n. 21152 (Pres. Cristiano, rel. Vella, P.G. De Matteis)

Cass. civ., sez. I, ord. 2 agosto 2022, n. 23980 (Pres. Cristiano, rel. Vella, P.G. De Matteis)

La questione affrontata dalle ordinanze in epigrafe attiene alla natura del possesso dei requisiti di legge per l'attribuzione della qualifica di *start-up* innovativa: possesso che, da un lato, è presupposto necessario per escluderne l'assoggettabilità a fallimento, ai sensi dell'art. 31, primo comma, d.l. n. 179/2012, convertito dalla l. n. 122/2012, e, dall'altro lato, permette la decorrenza del termine quinquennale di esenzione da procedure concorsuali sin dalla costituzione della società e non dalla data di deposito della domanda con l'autocertificazione per l'iscrizione nella sezione speciale.

Nel contempo, si delinea la natura dell'iscrizione della *start-up* innovativa nella sezione speciale del registro delle imprese, di cui all'art. 2188 c.c., evidentemente non costitutiva della qualità, dal momento che, appunto, né esclude la verifica giudiziale dei requisiti della stessa, né integra il *dies a quo* del periodo di esenzione.

L'ordinanza n. 21151/2022 accoglie la tesi secondo cui l'iscrizione della *start-up* innovativa nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese non è preclusiva del controllo giudiziale in sede prefallimentare. La tesi è argomentata con il fine normativo di agevolare solo le *start-up* che siano *effettivamente* – e non solo *formalmente* o *statutariamente* – munite di una reale capacità innovativa correlata alla propria concreta attività, nonché sulle critiche agli argomenti avversi, che farebbero leva sulla “presunzione di veridicità” dell'autocertificazione del legale rappresentante (che, però, non costituisce *ex se* prova in sede giudiziale) e sulla natura del controllo dell'Ufficio del registro (ma la cancellazione della iscrizione *ex art.* 2191 c.c. non è rimedio esclusivo). Interessanti anche le osservazioni sulla natura controllo in capo all'Ufficio del registro delle imprese per l'iscrizione nella sezione speciale della *start-up*.

La tesi era seguita da vari giudici di merito (es. Trib. Udine 18 gennaio 2018, in *Foro it.*, 2018, I, 1037 e in *Dir. fall.*, 2019, 491, con nota di A. PICCHIONE), oltre ai precedenti citati dalla ordinanza della Corte).

L'ordinanza n. 23980/2022 fonda la conclusione circa la decorrenza del quinquennio dalla costituzione della società, e non dall'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, su argomenti di tipo letterale (art. 25,

secondo comma, lett. b, e art. 31, quarto comma, d.l. n. 179/2012, conv. in l. n. 221/2012, laddove chiedono che la società sia «costituita» da non più di cinque anni), logico e teleologico (con gli artt. 25, terzo comma, e 31, quarto comma, d.l. n. 179/2012 si riduce, proporzionalmente all'antiorità della costituzione, lo spettro temporale di fruibilità dei benefici, ma senza considerare il momento in cui il legale rappresentante deposita presso il registro delle imprese l'autodichiarazione) della normativa in questione. In tal senso, si era già espressa la giurisprudenza di merito ricordata dalla stessa decisione, pur senza citarla (v. es. Trib. Genova 3 novembre 2019, in *Società*, 2020, 555, con nota di E. CODAZZI; in *Fall.*, 2020, 1132, con nota di G.P. MACAGNO, e in *Giur. it.*, 2020, 2177, con nota di E. FREGONARA).

In entrambi i giudizi *de quibus*, il P.G. aveva chiesto la rimessione in pubblica udienza, ritenendo le questioni nuove e di particolare rilevanza; il collegio ha deciso in adunanza camerale, perché tale sede non impedisce – una volta ivi pervenuta la causa, rispettato il contraddittorio, in mancanza di specifica richiesta di discussione orale delle parti e, infine, per evitare ulteriori ritardi – di deciderla.

Tuttavia, il sistema del giudizio di cassazione, tanto più dopo la riforma di cui al d.lgs. 10 ottobre 2022, n. 149, di attuazione della l. 26 novembre 2021, n. 206, presuppone che le questioni nuove, in quanto di regola anche di particolare rilevanza, si discutano in effetti nella pubblica udienza.

8. Società cooperativa e devoluzione del patrimonio a fondi mutualistici.

Cass. civ., sez. I, ord. 28 luglio 2022, n. 23602 (Pres. De Chiara, rel. Marulli)

Ben tre decisioni su questioni nuove si rinvencono in tema di società cooperative, a conferma della persistente vitalità del tipo.

A seguito della soppressione delle clausole mutualistiche, figuranti nello statuto di una società cooperativa a mutualità prevalente, non sorge l'obbligo della società di devolvere il patrimonio sociale in favore dei fondi mutualistici.

Questo il principio di diritto affermato dall'ordinanza in epigrafe, che disattende la tesi del fondo impugnante, secondo cui tale soppressione determinerebbe invece l'obbligo di devolvere il patrimonio effettivo, al netto del capitale e dei dividendi eventualmente maturati, in favore del fondo mutualistico.

La conclusione è fondata dalla S.C. sull'art. 2545-*undecies* c.c., che preve-

de l'obbligo di devolvere il patrimonio sociale effettivo solo nell'ipotesi di trasformazione, e sull'art. 2545-*octies* c.c., secondo cui la perdita dei requisiti richiede unicamente che gli amministratori predispongano il bilancio straordinario, al fine di stabilire la misura delle riserve indisponibili; nonché sulla ritenuta implicita abrogazione dell'art. 17 l. n. 388/2000, sulla necessaria devoluzione ai fondi mutualistici del patrimonio effettivo alla data di soppressione delle clausole, la cui pretesa ultrattività non può derivare dall'art. 111-*decies* disp. att. c.c.: «giacché esso, coerentemente con la propria natura di norma transitoria, è diretto unicamente ad agevolare l'adeguamento delle clausole antilucrativa già presenti nello statuto delle società cooperative a mutualità prevalente al regime normativo attuato dalla riforma».

9. Società cooperativa e dati personali.

Cass. civ., sez. I, sent. 1° giugno 2022, n. 17911 (Pres. Genovese, est. Ter-rusi)

La vicenda interessa qualsiasi consesso collettivo, ove rilevi la deliberazione assembleare in relazione al trattamento dei dati personali ex d.lgs. n. 196/2003.

Una società cooperativa aveva pubblicato in una bacheca, accessibile a soci e non soci, le valutazioni espresse settimanalmente sui soci lavoratori, identificati con nome, cognome e fotografia, cui accedeva una immagine grafica – la c.d. “faccina” – e le specifiche motivazioni del giudizio espresso («assenteismo», «simulazione malattia», oppure valutazioni positive).

Sia il tribunale, sia la S.C. (cui la causa perviene con ricorso ex art. 111 Cost. e 152 d.lgs. cit.) hanno ritenuto illecito il trattamento dei dati, così realizzato.

La S.C. osserva che il trattamento non viene giustificato né dal consenso espresso allo stesso rapporto associativo, né dalla deliberazione assembleare, occorrendo invece «un consenso specifico, libero e informato espresso da ciascun interessato», «in riferimento a un trattamento chiaramente individuato» e «non delegabile alla formulazione maggioritaria adottata in un deliberato assembleare».

Ed ecco il principio di diritto affermato ai sensi dell'art. 384, primo comma, c.p.c. (migliore della massima ufficiale): «in tema di dati personali, la legittimità del trattamento presuppone un consenso validamente prestato in modo espresso, libero e specifico, in riferimento a un trattamento chiaramente in-

dividuato; tale principio, di portata generale, rileva e prevale in ogni rapporto, e osta a ritenere che un trattamento possa considerarsi giustificato da un consenso funzionalmente diverso come quello espresso nel contesto di maggioranze necessarie ad approvare deliberati assembleari, ed in ispecie il deliberato assembleare di una società cooperativa, della quale il soggetto, del cui dato personale si tratti, sia socio lavoratore».

10. Società cooperativa edilizia e natura dell'autorizzazione dell'organo gestorio al recesso socio.

Cass. civ., sez. I, ord. 31 maggio 2022, n. 17667 (Pres. De Chiara, rel. Campese)

Secondo l'art. 2532 c.c., il socio cooperatore può recedere dalla società «nei casi previsti dalla legge e dall'atto costitutivo», da comunicarsi alla società con lettera raccomandata, da esaminarsi entro sessanta giorni dalla ricezione ad opera degli amministratori, che vaglieranno la sussistenza dei «presupposti del recesso».

Prevede il terzo comma che il recesso «ha effetto per quanto riguarda il rapporto sociale dalla comunicazione del provvedimento di accoglimento della domanda», e ne regola gli effetti dalla chiusura dell'esercizio in corso, se comunicato tre mesi prima, o, in caso contrario, con la chiusura dell'esercizio successivo.

Sovente gli statuti delle società cooperative prevedono, pertanto, che il recesso debba essere "autorizzato" dal consiglio di amministrazione, o simili espressioni.

La questione attiene alla valenza di tale clausola, ai fini del perfezionamento del recesso.

L'ordinanza in epigrafe – riformando la sentenza della corte d'appello, la quale aveva ritenuto viceversa non spettante il diritto di recesso al socio solo per aver conseguito l'alloggio, in quanto «è contrario ai principi mutualistici, che governano tale forma societaria, che un socio possa liberarsi da ogni impegno, anche di natura economica, una volta conseguite le proprie personali finalità» ed «abbisognando di un provvedimento esplicito di accoglimento», in mancanza di fattispecie statutaria di «silenzio-assenso» – qualifica l'autorizzazione del c.d.a. come condizione di efficacia del recesso.

Ricorda la S.C. che in generale il recesso, legale o convenzionale, resta un atto unilaterale recettizio, essendo «rimasto isolato, infatti, il tentativo (cfr.

Cass. n. 812/1992) di qualificarlo come patto di opzione relativo ad un accordo di mutuo dissenso, essendosi osservato che esso, sostanzialmente affermando la primazia dello schema contrattuale, confliggeva con il rilievo attribuito agli atti unilaterali, ai sensi degli artt. 1173 e 1224 cod. civ., anche ai fini di incidere su situazione giuridiche preesistenti».

Il recesso è, quindi, un atto unilaterale e non un accordo, e l'autorizzazione del c.d.a. o dell'assemblea è non un'accettazione ma una condizione di efficacia.

Tuttavia, detto potere degli organi sociali di apprezzare l'interesse della società a perseguire l'oggetto sociale – nel senso che questo sia, come si esprime la Corte, «raggiungibile o più agevolmente perseguibile se la compagine sociale resta integra o comunque non si modifichi sensibilmente» – va esercitato secondo correttezza e buona fede, che sono violate nel caso di rifiuto di provvedere od inerzia dell'organo deputato a quell'apprezzamento. Donde l'applicazione della norma di diritto contrattuale dell'art. 1359 c.c., in virtù del quale la condizione si considera avverata, qualora sia mancata per causa imputabile alla parte che aveva interesse contrario al suo avveramento.

Altro è il profilo, non toccato dalla pronuncia in epigrafe, della liceità *ex art. 1346 c.c.* della clausola statutaria, secondo cui il recesso spetta al socio che abbia «perduto i requisiti per l'ammissione» (qui il controllo è obiettivo) o che «non si trovi più in grado di partecipare al raggiungimento degli scopi sociali» (clausola in cui il rischio di indeterminatezza sussiste).

11. *Eccedenze di gestione nei consorzi e divieto di distribuzione degli utili.*

Cass. civ., sez. I, ord. 31 maggio 2022, n. 17666 (Pres. De Chiara, rel. Campese)

Un consorzio con attività esterna – volta alla stipula di contratti quadro con l'industria per l'acquisto di prodotti in favore delle consorziate – aveva prima distribuito e, poi, chiesto in restituzione all'impresa socia le c.d. *eccedenze premi sede*, esistendo la clausola statutaria, che escludeva ogni distribuzione degli utili ai soci. Si trattava di qualificare ed individuare la natura giuridica di tali eccedenze, le quali, in punto di fatto, costituivano attribuzioni patrimoniali direttamente riconosciute dai fornitori (grande industria) al consorzio.

La tesi del consorzio era che le *eccedenze di gestione*, derivanti dall'attività di intermediazione svolta, fossero tecnicamente *utili*, la cui distribuzione era

espressamente esclusa dallo statuto consortile. La S.C. affronta, dunque, la questione definitoria delle due nozioni e dei *ristorni*.

Essa afferma che se, nell'accezione economico-finanziaria, l'*utile* è il risultato economico dell'attività aziendale pari alla differenza positiva tra ricavi e costi, quanto alla fase genetica non si differenzia dalla *eccedenza di gestione*, che del pari costituisce la differenza positiva tra entrate e uscite di un certo esercizio.

È la natura dell'ente, invece, a fare la differenza: se lucrativo, si tratta dell'*utile*, quale «misura dell'utilità (per i soci) creata da quell'esercizio»; se non lucrativo (come associazioni, enti pubblici, consorzi, società consortili), è un avanzo di gestione, perché «misura ciò che “è avanzato”, che tuttavia non costituisce una ricchezza per i soci».

Ma, aggiunge la Corte, è ben possibile che i consorzi, pure a prevalente carattere mutualistico, realizzino *utili* derivanti dai rapporti con il mercato esterno, tutte le volte che le entrate – contributi e corrispettivi – superino le uscite. Mentre reputa “assolutamente inconfidente” il richiamo, al fine di una sua applicazione in via estensiva o analogica, alla disciplina dei «ristorni» propria delle società cooperative: atteso che la pratica del ristorno, così come prevista dall'art. 2545-*sexies* c.c., «attiene al vantaggio cooperativistico realizzato versando ai soci, a scadenze periodiche e tenuto conto delle operazioni fatte, somme di denaro corrispondenti alla differenza o fra i prezzi praticati e i costi (nella cooperazione di consumo) o fra i ricavi netti ed i salari o, comunque, i corrispettivi già versati dalla cooperativa al socio (nella cooperazione di lavoro)».

Laddove, nella specie, i c.d. *premi sede* erano solo benefici (premierità) direttamente riconosciuti al consorzio dalle aziende fornitrici delle consorziate per l'attività di promozione posta in essere dal consorzio medesimo.

12. Società fiduciaria in l.c.a., omessa vigilanza pubblica, solidarietà nel debito e prescrizione.

Cass. civ., sez. un., sent. 27 aprile 2022, n. 13143 (Pres. D'Ascola, est. Terrusi)

La questione da risolvere atteneva all'applicabilità dell'art. 1310 c.c. ai fini dell'estensione all'organo pubblico, deputato alla vigilanza, dell'effetto interruttivo della prescrizione, in caso di insinuazione da parte dei fiducianti al passivo di società fiduciaria in l.c.a., per importi coincidenti con le perdite del capitale da essi subite.

Le Sezioni unite reputano l'estensione dell'effetto interruttivo, conclusione cui pervengono attraverso i seguenti passaggi logici: la qualificazione della domanda di insinuazione come volta al risarcimento del danno contrattuale verso la società fiduciaria per la cattiva esecuzione del mandato senza rappresentanza ad amministrare; la individuazione dell'azione di risarcimento del danno aquiliano da omesso controllo del Ministero; la sussistenza del nesso di solidarietà tra le obbligazioni, ai sensi dell'art. 2055 c.c., il quale pone l'accento sulla sfera del danneggiato da più azioni od omissioni causalmente efficienti; la conseguente piena applicabilità dell'art. 1310 c.c.

Ciò ha portato a disattendere la tesi (del Ministero), secondo cui si potrebbe parlare di solidarietà *ex art. 2055 c.c.* solo allorché sussista «identità del titolo, dell'oggetto e dell'interesse»; nonché la tesi accolta da Cass. n. 4683/2020, che reputa non configurabile la solidarietà tra l'insinuazione al passivo per i capitali fiduciariamente affidati e andati perduti, che sarebbe domanda di restituzione, e la domanda di risarcimento del danno contro l'autorità di vigilanza.

La Corte ricostruisce, altresì, il procedimento di l.c.a., a norma degli artt. 201, 207, 208 e 209 l. fall., affermando che – ai fini della prescrizione del loro credito, che resta sospesa in modo permanente per tutta la durata della procedura concorsuale – vanno equiparate la situazione dei *creditori oppo-* *nenti* (i quali, certamente, propongono con l'opposizione una «domanda giudiziale» *ex art. 208 l. fall.*), quella dei *creditori ammessi d'ufficio*, la cui partecipazione al concorso segua cioè, in via immediata, alla comunicazione del commissario liquidatore *ex art. 207 l. fall.*, e quella dei creditori pretermessi che abbiano chiesto il riconoscimento dei propri crediti con comunicazione raccomandata, cui segua il riconoscimento della fondatezza dell'istanza amministrativa.

Viene, infine, ricordato che la Corte costituzionale (Corte Cost. n. 8/1975, in *Foro it.*, 1975, I, 250) ha respinto la questione di legittimità costituzionale dell'art. 1310, primo comma, c.c., in riferimento agli artt. 3 e 24 Cost.

13. Giurisdizione in tema di società partecipate pubbliche.

Cass. civ., sez. un., ord. 17 maggio 2022, n. 15893 (Pres. Spirito, rel. Giusti, P.G. Mucci conf.)

Cass. civ., sez. un., sent. 18 maggio 2022, n. 15979 (Pres. Spirito, est. Ferro, P.G. De Renzis diff.)

*Cass. civ., sez. un., sent. 28 giugno 2022, n. 20632 (Pres. Spirito, est. Gra-
ziosi, P.G. Finocchi Gherzi conf.)*

*Cass. civ., sez. un., ord. 30 giugno 2022, n. 20902 (Pres. Amendola, rel.
Scoditti)*

La Cassazione ha, negli ultimi anni, esteso l'ambito della giurisdizione contabile, in relazione agli sprechi di denaro pubblico, e la sistemazione della materia si va avviando a maggior compimento.

La Corte dei conti ha giurisdizione sulla responsabilità amministrativa per danno all'erario (artt. 103 Cost., 13 r.d. n. 1214/1934, 1 d.lgs. n. 174/2016). Numerose i caratteri peculiari di questo tipo di responsabilità: quali il rilievo unicamente dell'elemento soggettivo del dolo e della colpa grave, la non trasmissibilità agli eredi, la natura parziaria, la possibilità per il giudice contabile di limitare il risarcimento a una parte del danno, il rilievo dei vantaggi ricevuti dall'amministrazione, la impossibilità di rinuncia o transazione, la perdurante legittimazione attiva del p.g. in caso di procedura concorsuale.

La principale questione posta dalle società a partecipazione pubblica è in realtà il coinvolgimento in tale tipo di responsabilità degli esponenti aziendali della società, per il resto retta dal diritto privato.

L'art. 12, secondo comma, d.lgs. n. 175/2016 – dopo avere richiamato al primo comma, in coerenza con la disposizione di chiusura dell'art. 1, terzo comma, le azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali verso i componenti degli organi di amministrazione e controllo, nonché la giurisdizione della Corte dei conti per le società *in house*, quale portato della giurisprudenza del giudice della giurisdizione – contempla il danno «subito dagli enti partecipanti, ivi compreso il danno conseguente alla condotta dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, che, nell'esercizio dei propri diritti di socio, abbiano con dolo o colpa grave pregiudicato il valore della partecipazione».

Le quattro decisioni in epigrafe affrontano l'interpretazione di tali regole, con riguardo alla questione centrale dell'individuazione del rapporto di servizio e del danno erariale, oppure della qualificazione di una società *in house*: ma le prospettive sono diverse.

Le concrete condotte concernevano, rispettivamente:

– lo sviamento di fondi pubblici da parte di una società privata e dei suoi amministratori (Cass., sez. un., n. 15893/2022, in sede di regolamento preventivo di giurisdizione);

- l'erogazione di fondi pubblici a società partecipata di trasporto locale sebbene in perdita (Cass., sez. un., n. 15979/2022);
- le condotte – peraltro, non bene individuate in sentenza – dei soggetti incaricati della revisione o dell'amministrazione di una società interamente partecipata da enti locali (Cass., sez. un., n. 20632/2022);
- i corrispettivi pagati in favore di una società partecipata, dove si contestava la sproporzione dei costi dei servizi resi rispetto a quelli di mercato e l'inutilità di attività duplicative di rilevazioni già disponibili presso la p.a. (Cass., sez. un., n. 20902/2022).

A ben vedere, sono diverse le vie seguite nelle decisioni impugnate e, di conseguenza, dalle pronunce in epigrafe, per ancorare il ragionamento sulla giurisdizione contabile: ora il rapporto di servizio, ravvisato (n. 15893/2022 e n. 20902/2022) o ritenuto neppure allegato (n. 15979/2022), ora la configurazione di una società *in house* (n. 20632/2022).

Questi i principali contenuti delle decisioni.

A) La prima (Cass., sez. un., n. 15893/2022) ravvisa il rapporto di servizio tra l'Amministrazione regionale, erogatrice di un contributo pubblico a destinazione vincolata, e la società privata *nonché il suo rappresentante legale*, in qualità di fruitori del contributo erariale e di soggetti incaricati di realizzare il programma di interesse pubblico cui risultava vincolato il contributo.

In tal modo, le S.U. giungono ad una affermazione importante: «la giurisdizione del giudice contabile sussiste (anche) nei confronti di coloro che con la società di diritto privato abbiano intrattenuto un rapporto organico, ove, come nella specie, si ipotizzi che dai comportamenti da loro tenuti sia derivata la distrazione delle risorse dal fine pubblico cui erano destinate».

L'erogazione di somme di denaro pubbliche «determina un rapporto di servizio, nel significato di relazione funzionale, tanto con la persona giuridica beneficiaria della stessa, quanto con chi, amministratore o legale rappresentante dell'ente collettivo, impiegando quanto ricevuto in modo non conforme alla sua destinazione, ne abbia mortificato o eluso la funzione».

Appartiene al merito, e non alla giurisdizione, stabilire se, in concreto, la contestata distrazione vi sia stata.

B) Nella seconda decisione (Cass., sez. un., n. 15979/2022) era promossa l'azione per danno erariale contro i pubblici funzionari degli enti pubblici territoriali (regione e provincia), nonché contro gli amministratori della società da essi partecipata, deputata allo svolgimento del servizio di trasporto pubblico locale: ciò, in relazione alla c.d. alimentazione finanziaria (erogazioni, prestiti) a sostegno della società in crisi ed alla *mala gestio* dei suoi amministratori per il ricorso a quegli ulteriori sostegni finanziari.

Del tutto fuori fuoco la massima: che ha prescelto una affermazione tra le tante, non direttamente collegata al *decisum*.

Vero è che le Sezioni Unite premettono una serie di principî, ma in via puramente astratta (il termine torna più volte nella motivazione), in quanto concludono per l'inammissibilità del ricorso: da una parte, per avere insindacabilmente la sentenza impugnata reputato merito amministrativo la scelta di continuare ad effettuare le erogazioni, a garanzia dell'espletamento del servizio di trasporto; dall'altra, per non essere stato neppure allegato dalla procura contabile il rapporto di servizio con gli amministratori della partecipata, come *causa petendi*.

Per quanto attiene agli *obiter dicta*, le S.U. hanno affermato, volendo esse anche interpretare l'art. 12 – ma la natura delle affermazioni, non rese *ex art.* 363 c.p.c., non è la stessa dei principî di diritto – che:

- la responsabilità contabile non è limitata alle ipotesi di partecipazione al capitale di una società *in house* (viene massimata, in modo incongruo, solo questa affermazione);

- la previsione dell'art. 12, secondo comma, è meramente esemplificativa, tipizzando il caso di coloro che hanno mal gestito la partecipazione dall'interno della società partecipata, ma non escludendone altri, in quanto la responsabilità viene definita solo in senso oggettivo con riguardo al danno;

- il pregiudizio per l'ente pubblico non va circoscritto alla sola perdita di valore della quota o della consistenza azionaria possedute, ma comprende «ogni nocumento, patrimoniale o non (come il danno all'immagine)»;

- non necessariamente la responsabilità degli amministratori pubblici attiene al voto espresso in assemblea o al pregiudizio al valore della partecipazione, quando il ruolo da essi svolto sia non di rappresentare il socio pubblico di capitale o di decidere per tale socio, ma di impersonare la volontà dell'ente pubblico, in ogni sede;

- l'ampliamento normativo delle modalità di esercizio delle attività pubbliche «vale a ricomprendere, e non ad espellere, i crescenti casi di P.A. che opera con enti a struttura privatistica cui siano al contempo assegnate finalità di natura pubblico-economica»; con ulteriori osservazioni sulla disciplina nell'art. 14 d.lgs. n. 175/2016 in tema di crisi d'impresa;

- circa il rapporto di servizio, non cambia se il titolo, in base al quale il soggetto investito di un servizio pubblico sia chiamato al relativo svolgimento, sia la specifica concessione o un vincolo contrattuale; e rileva sia l'erogazione in via ordinaria di danaro pubblico, sia il sostegno finanziario straordinario chiesto e deliberato.

C) La terza decisione (Cass., sez. un., n. 20632/2022) rientra invece nel-

l'ambito dell'orientamento tradizionale, che riconduce al giudice contabile solo le responsabilità gestorie all'interno di una società *in house*, tentando di agire, piuttosto, sull'estensione del concetto di "controllo analogo".

La via qui prescelta individua dunque l'allargamento del concetto di controllo analogo, discorrendo, a più riprese, di «scioltezza strutturale», di concetto «più elastico e commisurato al caso specifico», di mancanza di «un elemento rigido e uniforme, trovando a ben guardare il suo nucleo nell'aggettivo "analogo"», di «flessibile concretezza»: onde «il controllo analogo non è un controllo assoluto come su un pubblico ufficio, e quindi non è un controllo gerarchico», ma si limita «alle decisioni fondamentali del soggetto così controllato, ovvero quelle riconducibili alle linee strategiche e alle più importanti scelte operative, con il presidio a monte di un adeguato flusso di informazioni».

Nella specie, si sono individuati «i corrispondenti segnali sia nello statuto ... sia nel pattern normativo in cui è innestato», con un esame capillare delle clausole, come riportate dalle parti.

Ma tutto questo, si noti, non può che indurre, oltre ad uno sforzo interpretativo di volta in volta foriero di pervenire a risultati opinabili, evidenti tassi di incertezza del diritto.

D) La quarta decisione (Cass., sez. un., n. 20902/2022) reputa rilevante il fatto dello svolgimento dell'attività sociale nell'interesse dell'amministrazione: individuandosi il «rapporto di servizio in senso lato» in capo ad una società privata esterna, incaricata di svolgere, nell'interesse della p.a. e con risorse pubbliche, un'attività o un servizio pubblico in sua vece, in tal modo inserendosi, sia pure temporaneamente, nell'apparato organizzativo della P.A.: onde resta «irrelevante il titolo in base al quale la gestione è svolta, che può consistere in un rapporto di pubblico impiego o di servizio oppure perfino mancare del tutto, potendo il relativo rapporto modellarsi indifferentemente secondo gli schemi generali, previsti e disciplinati dalla legge, ovvero discostarsene in tutto od in parte».

Alcune osservazioni si impongono.

In verità, in tutti questi casi avrebbe potuto discorrersi di responsabilità della società – partecipata o, addirittura, privata – e dei suoi amministratori ancorata ad una «condotta abusiva nell'utilizzazione di un contributo erogato per lo svolgimento di una finalità di interesse pubblico», quale che fosse, poi, in concreto tale interesse. Con la conclusione – raggiunta da Cass., sez. un., n. 15893/2022 – secondo cui: «Nello sviamento, nell'utilizzo delle risorse per fini, privati, diversi dallo scopo sta la sostanza erariale dell'azione promossa».

Il principio di diritto, secondo cui ciò che conta è il *petitum* sostanziale – identificabile non solo nella concreta pronuncia che si chiede al giudice, ma

soprattutto grazie alla *causa petendi* individuata con riguardo ai fatti allegati ed al rapporto giuridico del quale detti fatti costituiscono manifestazione – vale ad avvertire i P.G. contabili: purché la richiesta sia così formulata, la giurisdizione è del giudice contabile.

In sostanza, una volta che si assuma che «l'evento dannoso si sia verificato a carico di una pubblica amministrazione» e che sussista «l'allegazione di una fattispecie oggettivamente riconducibile allo schema del rapporto di servizio del suo preteso autore», la giurisdizione contabile sarà affermata; altro è il merito della questione, come risulterà all'esito del giudizio innanzi alla Corte dei conti (così, ancora, Con la conclusione – raggiunta da Cass., sez. un., n. 15893/2022).

14. *Ordinanze di rimessione in tema di conferimento d'azienda delle banche di credito cooperativo e in tema di autorità portuali.*

Cass. civ., sez. V, ord. interl. 11 ottobre 2022, n. 29634 (Pres. Sorrentino, rel. Giudicepietro)

Cass. civ., sez. V, ord. interl. 27 ottobre 2022, n. 31785 (Pres. Bruschetta, rel. Manzoni)

Si dà, infine, conto di due ordinanze di rimessione, la prima alla Corte di giustizia e la seconda al primo presidente per l'assegnazione alle Sezioni unite, entrambe della Sezione tributaria:

– con la n. 29634/2022, si è disposto il rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia UE, ai sensi dell'art. 267 T.F.U.E., in ordine al versamento obbligatorio in favore dello Stato condizionante la possibilità per le banche di credito cooperativo, con patrimonio netto superiore ad una determinata soglia, di conferire l'azienda bancaria ad una società per azioni, anziché di aderire ad un gruppo, formulando il seguente quesito: «se gli artt. 63 e ss., 101, 102, 120 e 173 del T.F.U.E. ostino ad una disciplina nazionale che, come l'art. 2, commi 3-ter e 3-quater, del d.l. n. 18 del 2016, conv., con modif., dalla l. n. 49 del 2016, nella versione applicabile *ratione temporis*, condizioni al versamento di una somma pari al 20 per cento del patrimonio netto al 31 dicembre 2015, la possibilità per le banche di credito cooperativo aventi alla data del 31 dicembre 2015 un patrimonio netto superiore a duecento milioni di euro, in luogo dell'adesione ad un gruppo, di conferire l'azienda bancaria ad una società per azioni, anche di nuova costituzione, autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria, modificando il proprio statuto in modo da escludere l'esercizio del-

l'attività bancaria e mantenendo nel contempo le clausole mutualistiche di cui all'art. 2514 c.c., assicurando ai soci servizi funzionali al mantenimento del rapporto con la società per azioni conferitaria di formazione ed informazione sui temi del risparmio e di promozione dei programmi di assistenza»;

– con la n. 31785/2022, in tema di tasse portuali, si è disposta la trasmissione degli atti *ex art.* 374, secondo comma, c.p.c., evidenziando che, rispetto alla consolidata giurisprudenza delle sezioni unite e della sezione tributaria – secondo cui le autorità portuali vanno qualificate come enti pubblici non economici e ricondotte nell'ambito soggettivo delle pubbliche amministrazioni indicate dall'art. 1, secondo comma, del d.lgs. n. 165/2001, cosicché i canoni da esse percepiti per la concessione di aree demaniali marittime non sono soggetti ad IVA, né ad IRES, trattandosi di importi corrisposti per lo svolgimento di attività proprie delle finalità istituzionali di tali enti pubblici non economici – il quadro giuridico, eurounitario e nazionale, circa la natura di dette autorità sia significativamente mutato, a seguito, prima, della decisione della Commissione UE del 4 dicembre 2020 e, poi, dell'art. 4-*bis* d.l. n. 68/2022, per cui sussistono rilevanti questioni interpretative, sia in relazione alla denunciata violazione dell'art. 107 T.F.U.E. (che prevede il divieto di aiuti di Stato a favore di “imprese” o “produzioni”), sia in relazione alla denunciata violazione dell'art. 30 T.F.U.E. (che prevede il divieto di istituzione di dazi doganali e di tasse ad effetto equivalente).

Lecture

Note di lettura: *Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici*, di Nicola Rondinone

A review on N. Rondinone, Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici (“The birth of the enterprise concept in the troubled process of unification of the civil code and the commercial code in Italy”)

Mario Libertini *

1. Nicola Rondinone, che ha già pubblicato, nel 2003, una apprezzata “Storia inedita della codificazione civile”, ritorna sul terreno storiografico con un approfondimento, che potrebbe dirsi “definitivo”, avente ad oggetto la formazione del libro V del c.c. e, in particolare, la codificazione delle norme di diritto commerciale e il ruolo assunto, in questo ambito, dalla nozione di “impresa”.

L’opera¹ si caratterizza per un eccezionale scrupolo filologico. L’enorme mole di dati raccolti da R. si è tradotta in un’esposizione molto ordinata, che consente al lettore di seguire in dettaglio il processo formativo delle norme e di costruire una propria opinione sulle vicende narrate. Anche se a costo di qualche pesantezza nella lettura, il libro presenta una messe di informazioni, rigorosamente organizzate, dalle quali il lettore interessato è indotto a trarre spunti per sue ulteriori riflessioni.

* Professore emerito di diritto commerciale, Sapienza Università di Roma; e-mail: mlibertini@liblex.it.

¹ *Impresa e commercialità attraverso il “lato oscuro” dell’unificazione dei codici*, Torino, Giappichelli, 2020.

Ciò è possibile perché R. ha seguito una tecnica espositiva rigorosamente cronologica, che in relazione ad alcuni momenti cruciali della vicenda assume le caratteristiche di una vera e propria cronaca quotidiana. In questo dipanarsi degli eventi, l'a. intreccia felicemente i profili ufficiali dell'*iter* legislativo, fatti di commissioni, incarichi, relazioni e testi provvisori, con il rilievo attribuito a detta vicenda nei commenti giornalistici del tempo e, soprattutto, con la discussione che sui temi di politica legislativa, relativi alla vicenda stessa, si svolgeva contestualmente nella dottrina giuridica.

In questo modo, osservazioni e formule non nuove (come, per esempio, quelle relative a difese e critiche dell'autonomia del diritto commerciale) acquistano una concretezza storica ben maggiore di quella che può essere loro attribuita nelle discussioni dottrinali ordinarie.

Il principale pregio del libro sta proprio nella vivezza della narrazione, su cui si può dare solo generica testimonianza in una breve recensione. Essa consente di apprezzare i ruoli svolti dalle varie personalità coinvolte nella codificazione, con l'alternarsi di successi e sconfitte personali e, in qualche caso, con mutamenti d'opinione aventi spiegazione tattica.

2. L'accento posto sul rigore filologico della trattazione di R. non deve affatto far pensare che il libro sia soltanto una raccolta accurata di dati. Al contrario, i dati servono all'a. da trama per una forte costruzione interpretativa.

Un primo elemento di riflessione, sottolineato dall'a., riguarda l'efficienza del processo legislativo di allora. È significativo osservare come il lavoro si svolgesse intensamente, anche durante le festività natalizie del 1940 e del 1941; ma il dato più importante è costituito dal fatto che la codificazione coinvolse una partecipazione ampia e qualificata di tutta l'accademia e di tutte le rappresentanze di categoria, con un sostanziale rispetto – pur con gli inevitabili contrasti di valutazioni politiche – delle procedure istituzionali. Ciò porta R. a manifestare comprensione per i giuristi che collaborarono con impegno alla codificazione “fascista”, dedicando a questa attività una grande mole di lavoro, con l'atteggiamento di chi è impegnato in un dovere civico; e uguale comprensione è manifestata per la classe dirigente antifascista che, dopo il 1945, attuò in maniera molto blanda l'epurazione e continuò ad avvalersi delle competenze di diversi giuristi che avevano svolto ruoli importanti nella codificazione fascista.

In proposito, non è banale l'osservazione, svolta da R. nelle considerazioni di chiusura del volume, secondo cui i giuristi di oggi, spesso concentrati in recinti disciplinari ristretti e nella cura di affari privati, non possono rivendicare alcuna superiorità morale rispetto ai giuristi di allora.

La verità è che il regime di allora manteneva un rapporto fisiologico con le

élites culturali (prevalentemente concentrate nell'accademia, ma comprendenti anche le alte cariche della magistratura) e queste rispondevano con impegno alle domande provenienti dal potere politico. Riconoscere questi meriti del regime dell'epoca non significa certamente cancellarne le infamie (dalle leggi razziali al Tribunale speciale per la difesa dello Stato, dallo squadristo all'imperialismo), ma significa fare una corretta ricostruzione storica e collocare nella giusta posizione i vari tasselli di un ordine politico e sociale verso il quale rimane ingiustificabile ogni forma di nostalgia.

3. Passando al tema centrale del volume, l'interpretazione dei fatti, da parte di R., mette in luce i diversi intrecci di interessi e di idee che sono state alla base della formazione del V libro del codice civile.

R. ha individuato diverse "squadre", cioè centri di interessi (e di idee), che si confrontarono nella vicenda. I due gruppi principali sono, da un lato, quello tendenzialmente conservatore (impersonato soprattutto da Alberto Asquini), che riconosce sì l'esigenza di una modernizzazione del diritto commerciale incentrata sulla nozione di impresa, ma difende gelosamente l'autonomia giuridica del diritto commerciale e, con essa, la libertà d'impresa (o, in altri termini, la conferma di una concezione privatistica della stessa, con la conseguenza pratica della difesa dell'autonomia dei gruppi di comando, "proprietari" dell'impresa); dall'altro il gruppo dei teorici del corporativismo fascista (Panunzio, Costamagna e altri), che vedevano in una codificazione incentrata sulla nozione di impresa lo strumento per realizzare una forte integrazione delle organizzazioni produttive nel quadro dell'ordine corporativo, cioè – in sostanza – la loro subordinazione al potere dirigitico dello Stato. Questo secondo gruppo contrastava, coerentemente, la sopravvivenza di un codice autonomo per i commercianti, ritenuta incompatibile con l'unità organica della nazione propugnata dal regime. A questo secondo gruppo aderivano anche alcuni cultori del diritto commerciale, fra cui, come figura di spicco, Lorenzo Mossa (la cui adesione ideale a questo orientamento non corrispondeva, peraltro, ad una partecipazione interna all'organizzazione corporativa fascista).

Accanto a queste due "squadre" principali, il processo legislativo – nella ricostruzione di R. – si arricchì della partecipazione autonoma di altri gruppi d'interessi, come le confederazioni dei datori di lavoro e dei lavoratori (dell'industria e dell'agricoltura), rappresentate dai propri tecnici di fiducia e comunque tendenzialmente più vicine all'orientamento corporativo che a quello tradizionalista.

Infine, un ruolo importante fu svolto anche da tecnici "puri" (generalmente

magistrati, in primo luogo M. D'Amelio), che godevano della fiducia della Corona e del Duce e che furono incaricati della redazione e revisione dei testi. Una curiosa conseguenza di tale distribuzione di ruoli è quella per cui, malgrado ricerche approfondite, non si è potuto individuare l'autore (quasi certamente un magistrato, sotto la supervisione del sottosegretario Putzolu) dei testi delle norme del codice sull'impresa (art. 2082 ss. c.c.).

4. Nel dibattito di quegli anni, le posizioni ideologiche volte ad esaltare la pretesa unità organica della nazione, realizzata dal corporativismo fascista, non potevano accettare l'idea di un'autonomia del diritto dei commercianti, caratterizzata dal primato delle fonti autonome rispetto alla stessa legge generale dello Stato. Questa sensibilità era destinata ad aumentare con l'entrata in guerra dell'Italia, nel giugno 1940. Da qui la progressiva prevalenza dell'idea dell'unificazione dei codici, con l'accantonamento del progetto Asquini di nuovo codice di commercio. La decisione finale sull'unificazione dei codici fu poi presa personalmente da Mussolini – come ormai è noto – nel settembre 1940.

In una prima fase, per la verità, ebbe credito una proposta intermedia, cioè quella di abolire il codice di commercio in quanto “classista” e sostituirlo con un codice “dell'economia” o “della produzione”, separato dal codice civile; ma poi prevalse la soluzione, ideologicamente più forte, cioè quella del codice civile unitario, che avrebbe dovuto rappresentare le regole di vita di tutto il popolo italiano, in tutte le sue componenti (spesso con ulteriori richiami ideologici al diritto romano, che non conosceva la distinzione fra diritto civile e commerciale).

La decisione di unificare i codici non rappresentò, comunque, una vittoria piena dell'orientamento corporativo. I contrasti di idee e di interessi, e l'attivismo dei rispettivi esponenti, rimasero ad operare anche nel nuovo contesto, nel quale si dava luogo alla redazione del libro V del codice civile.

Vi fu generale consenso sull'idea che l'impresa dovesse essere il concetto centrale del nuovo Libro del Lavoro, ma permaneva una ambiguità, che già si era manifestata nelle discussioni sul progetto Asquini di nuovo codice di commercio: quella tra impresa come “attività” (o “attività organizzata”) e impresa come organismo stabile o “istituzione”.

La prima concezione riduce a poco la rilevanza normativa della nozione generale di impresa e, invece, fa emergere l'importanza del soggetto a cui è intestata l'attività: centrale diventa la nozione di “imprenditore”, che sarà definito “capo dell'impresa” nell'art. 2086 (si potrebbe anche dire, benché l'espressione non sarà usata nel linguaggio del codice, “proprietario” dell'im-

presa). La seconda concezione attribuisce invece rilevanza all'impresa in sé, come organismo stabile, dotato di proprie regole e di un proprio "interesse", che trascende quello delle persone chiamate a svolgere ruoli nell'ambito dell'attività organizzata: l'imprenditore diventa così un organo dell'impresa e questa, a sua volta, una entità chiamata ad attuare i programmi di uno Stato dirigista. È una concezione potenzialmente in grado di incidere sulla definizione dei poteri e doveri dell'imprenditore e sull'interpretazione delle norme di diritto societario.

Ovviamente, la concezione dell'impresa come attività era preferita dai fautori di una disciplina essenzialmente privatistica dell'impresa, mentre la seconda era preferita dai fautori dell'ordine corporativo.

Il codice non risolverà mai questa ambiguità a favore dell'una o dell'altra concezione. L'impresa rimane "attività" nella definizione generale dell'art. 2082, ma diviene piuttosto "organismo" in altre norme generali (a cominciare dall'art. 2086) ed anche in norme sparse, come l'art. 2238 c.c.

Un altro punto critico è costituito dallo spazio normativo lasciato alla nozione di "commercialità" dell'impresa, che qualcuno cercherà ancora di valorizzare, affermando l'esigenza insopprimibile di un diritto singolare per le imprese commerciali, mentre altri tenderanno ad assorbire la commercialità in una disciplina generale comune delle attività produttive.

Questi temi diedero occasione a un dibattito dottrinale di alto livello, in cui era quasi generale l'apprezzamento per la nuova codificazione, mentre poi divergevano le opinioni sulla ricostruzione sistematica della disciplina delle attività produttive. Si andava da visioni pienamente istituzionalistiche ad altre di stampo tradizionale privatistico.

Nel dibattito dottrinale svoltosi attorno agli anni di completamento della codificazione, le concezioni istituzionalistiche dell'impresa presero il sopravvento. Per qualche tempo prevale dunque una concezione per cui l'impresa, nelle norme del codice, è l'impresa-organismo, che viene distinta dall'imprenditore e posta su un piano gerarchicamente superiore a questo, anche quale collettore degli interessi della collettività. R. nota come questo orientamento sia rimasto prevalente fino al 1945-1946. Dopo di allora si verifica, com'è noto, una inversione di tendenza, con la riaffermazione piena della concezione dell'impresa come attività professionale e del contrattualismo societario, con un percorso dottrinale che R. ricostruisce, come sempre, con grande puntualità.

Sul piano politico, nel 1947 si chiude, con conclusione negativa, il dibattito sull'introduzione dei consigli di gestione nelle società per azioni, con partecipazione dei lavoratori. Rimarrà poi la norma "programmatica" dell'art. 46 Cost., ma la stessa parola "impresa" è usata con riluttanza nel testo costituzionale (salvo che nell'art. 43, sulle nazionalizzazioni).

La caduta della concezione istituzionalistica dell'impresa – nota R. – non è dovuta solo a ragioni ideologiche antifasciste, ma anche al disgregarsi del blocco di interessi e di idee che l'aveva sostenuta: i corporativisti sono scomparsi, i sindacati dei lavoratori industriali optano per la contrattazione contro la cogestione, i sindacati agricoli sono divisi e indeboliti rispetto al peso che avevano avuto negli anni centrali della codificazione. Gli interessi industriali hanno riacquisito peso e sostengono le concezioni dell'impresa che lasciano maggiore libertà d'azione ai gruppi di comando nelle società.

5. Il libro di R. si conclude con alcune osservazioni sui problemi attuali della dottrina dell'impresa e del diritto commerciale in generale.

Secondo l'a., nei fatti si è dato luogo ad una convenzione fra i giuristi per cui il diritto commerciale si è rimodellato come diritto delle imprese non agricole, secondo una concezione neutra dell'impresa riferita al solo versante dell'attività professionale e depurata da elementi organicistici e sociali. La trattazione giuridica dell'impresa, tuttavia, si è frammentata in diverse componenti (contratti d'impresa, società, beni aziendali ecc.), rispetto alle quali la nozione di impresa non si inserisce come elemento dogmatico unificante.

È da lamentare dunque – sempre secondo R. – che la concezione dell'impresa come attività professionale continui ad essere professata, senza considerazione della teoria economica dell'impresa.

L'auspicio dell'a. è che la dottrina giuscommercialistica dialoghi in modo interdisciplinare con altri studiosi (a cominciare dagli economisti e dai giuristi) interessati alla categoria dell'impresa e che si impegni a rivalutare la categoria dell'attività e quella della commercialità. In questa prospettiva, si dovrebbe infine rivalutare il requisito dell'organizzazione. Essa è alla base della concezione unitaria dell'impresa, professata soprattutto dagli economisti. Secondo R. i giuscommercialisti non dovrebbero rassegnarsi ad una concezione frammentata dell'impresa. La rimozione della concezione organicistica aveva le sue giustificazioni nell'immediato dopoguerra, ma non le ha oggi. L'idea della responsabilità sociale dell'impresa rivaluta quella concezione: «In un orizzonte di lungo periodo, la chiusura verso i valori sociali e collettivi non giova alle fortune del diritto commerciale».

6. Il lettore, che ha seguito con profitto R. nella sua vivida narrazione, non può che manifestare un po' di rammarico per il fatto che le conclusioni propositive del volume, sul piano del diritto positivo, siano esposte in modo sintetico e quasi – se così si può dire – con qualche ritrosia. Si tratta comunque di conclusioni che meritano un'attenzione proporzionata all'importanza e pro-

fondità dell'indagine storiografica che fornisce loro un retroterra di conoscenze preziose.

In proposito, credo che l'auspicio di una valorizzazione dogmatica delle nozioni di attività, commercialità e impresa-organismo meriti accoglimento per ciò che riguarda l'attività (soprattutto per ciò che riguarda i contratti d'impresa, un principio-cardine può essere riconosciuto nel primato della disciplina, legale e regolamentare, dell'attività, rispetto alla disciplina del singolo atto); così pure, la rivalutazione di concezioni istituzionalistiche dell'impresa sembra matura – ancorché bisognosa di un attento lavoro di costruzione dogmatica – a fronte della crescente affermazione di criteri di gestione “responsabile” o “sostenibile” delle imprese). Meno convincente mi sembra l'auspicio a rivalutare sul piano sistematico il carattere della “commercialità” dell'impresa, laddove il carattere centrale della figura, sul piano economico, è piuttosto il carattere “capitalistico” dell'impresa, con i vincoli finanziari che ciò pone alle strategie, pur auspicabili, di gestione sostenibile.

Condivisibile è, infine, l'auspicio di R. volto a valorizzare il dialogo interdisciplinare ai fini di una migliore interpretazione delle norme generali sull'impresa. Questo auspicio sembra, a mio avviso, traducibile in una proposta di uso del metodo tipologico (anche se sul punto R. – v. le osservazioni svolte a p. 27 – si mostra perplesso, benché non dichiaratamente contrario). La ricostruzione tipologica della realtà (per usare la terminologia cara ad Ascarelli) consente di costruire un concetto tipologico di impresa, comprensivo di elementi normativi (p.e. l'organizzazione gerarchica) ed altri propriamente economici (p.e. la programmazione strategica, il rischio di mercato ecc.), da utilizzare come punto di riferimento unitario nell'interpretazione delle diverse norme che disciplinano l'attività d'impresa (dai profili contrattuali a quelli di responsabilità extracontrattuale, dalle norme societarie a quelle sulla crisi d'impresa).

Proporre l'impiego del concetto tipologico di impresa (come tale, ben più ricco della definizione dell'art. 2082) come referente sistematico unitario nell'interpretazione delle norme di dettaglio del diritto commerciale costituisce il modo migliore per attuare evolutivamente quel messaggio di centralità della nozione di impresa, che il legislatore del 1942 trasmise agli interpreti del codice, con quella serie di ambiguità e di compromessi che R. ha messo in luce. Fra gli interpreti successivi il peso della nozione generale di impresa si è certamente ridotto ed è prevalsa una ricostruzione frammentata della nozione. Tuttavia, l'auspicio ad un ritorno alla centralità sistematica della nozione stessa è stato anch'esso presente nella dottrina (dall'insegnamento di Paolo Ferroluzzi al tentativo di costruzione di una “realtà giuridica globale” dell'impresa di Giorgio Oppo, per citare solo due esempi).

Il libro di R. fornisce, a mio avviso, una valida spinta per operare in questa direzione. In ogni caso, al di là del giudizio che si voglia dare sulle conclusioni dell'a. con riferimento a questioni attuali, rimane fuor di dubbio che il contributo di ricerca offerto da questo libro fa onore alla dottrina giuscommerciale italiana.

