

ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

1/2024

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

***Direttore* FRANCESCO DENOZZA**



G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 1/2024

Orizzonti del Diritto Commerciale



1/2024

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*

Silvia Corso – *Università degli Studi di Cagliari*

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, Davide Arcidiacono, Gaia Balp, Paolo Benazzo, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Emanuele Cusa, Giacomo D'Attorre, Michele de Mari, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Massimo Fabiani, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Paolo Montalenti, Mario Notari, Stefania Pacchi, Elisabetta Pederzini, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Vittorio Santoro, Laura Schiuma, Marco Speranzin, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Alberto Urbani, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari.

Orizzonti del Diritto Commerciale



Direttore Francesco Denozza

1/2024



G. Giappichelli Editore – Torino

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista on line dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale

Rivista Open Access

Iscrizione al R.O.C. n. 25223

ISSN 2282-667X

Produzione e distribuzione: G. GIAPPICHELLI EDITORE

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

Pubblicato on-line nel mese di aprile 2024

Indice

Table of Contents

pag.

Saggi

Articles

GIANLUCA GUERRIERI, <i>La scissione mediante scorporo</i> <i>Division by separation</i>	2
STEFANIA GIALDRONI, <i>Benvenuto Stracca: l'uomo e il giurista. In occasione della riedizione del Tractatus de mercatura</i> <i>Benvenuto Stracca: the Man and the Jurist. On the occasion of the reprint of the Tractatus de mercatura</i>	23
EMANUELE CUSA, <i>L'organizzazione del consorzio</i> <i>The internal organizations of the consortium contract</i>	36
GIORGIO SPEDICATO, <i>Note sui rapporti tra la disciplina delle pratiche commerciali sleali e la disciplina dei marchi nel contrasto al greenwashing d'impresa</i> <i>How the EU's unfair commercial practices Directive can support trademark law in combating corporate greenwashing</i>	60
ILARIA CAPELLI, <i>Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology</i> <i>Challenges in the digital and traditional transfer of "s.r.l." shares: from Crowdfunding to Distributed Ledger Technology</i>	92
SILVIA CORSO, ALDO LAUDONIO, <i>Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali</i> <i>"S.r.l." and financial markets: a new path between crowdfunding and new digital ecosystems</i>	119

	<i>pag.</i>
PIERGIUSEPPE SPOLAORE, <i>La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione</i>	175
<i>Membership interests in Italian LLCs (s.r.l.) between crowdfunding and dematerialization</i>	
PETER AGSTNER, <i>Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico</i>	198
<i>The publicly traded limited liability companies: a comparative overview</i>	
 Voci da un dibattito su “Il Venture Capital, tra clausole statutarie e patti parasociali”	
<i>Voices from a debate on “Venture Capital, between bylaws clauses and shareholders’ agreements”</i>	
MARCO SAVERIO SPOLIDORO, <i>Un’introduzione non frettolosa alla società leonina</i>	217
<i>An unhurried introduction to the “leonine stipulation”</i>	
CARLO FELICE GIAMPAOLINO, <i>Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione</i>	230
<i>Drag-along clauses and fair value</i>	
MARCO MAUGERI, <i>Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci</i>	244
<i>Venture capital, liquidation preferences and conflicts among shareholders</i>	
NICOLA DE LUCA, <i>“Roulette russa” ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti</i>	257
<i>“Russian roulette” clause and fair value</i>	
MARILENA FILIPPELLI, <i>Tecniche di finanziamento mediante venture capital e divieto di patto leonino: il caso delle opzioni put</i>	268
<i>Put options in venture capital financing contracts</i>	
ANGELO MAMBRIANI, <i>Il divieto di patto leonino tra giurisprudenza e fatti-specie</i>	284
<i>The prohibition of the leonine stipulation, between law and case law</i>	

Temi e dibattiti

Comments and analysis

- VITTORIO MINERVINI, *Controllo e gruppo nel codice civile, nel codice della crisi, nel t.u.b. e nel diritto antitrust: linee evolutive in atto nell'ordinamento interno ed euro-unitario* 294
Control and Group in the Civil Code, in the Crisis Code, in the t.u.b. and in Antitrust Law: Evolutionary Lines underway in the Internal and Euro-unitary Legal System
- FEDERICO RAFFAELE, MARIO MANNA, *High Frequency Trading e informazioni privilegiate: Insider Trading "strutturale" o lecita superiorità informativa?* 346
High Frequency trading and insider information: "structural" insider trading or legitimate information superiority?
- EUGENIO SABINO, *Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società quotate: problemi aperti e prospettive* 394
The role of passive institutional investors in the governance of listed companies: open issues and perspectives

Lettere

Book review

- AURELIO MIRONE, *Note di lettura: Passato e presente del diritto commerciale di Mario Libertini. La prospettiva dei contratti d'impresa e dei consumatori* 428
Reading notes: Mario Libertini, Past and present of commercial law. The perspective of commercial and consumer contracts

In memoriam

- PAOLO MONTALENTI, *Ricordo di Gastone Cottino* 446
In memory of Gastone Cottino

Saggi
Articles

La scissione mediante scorporo

Division by separation

Gianluca Guerrieri *

ABSTRACT:

Il d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, con il quale è stata recepita, in Italia, la direttiva (UE) 2019/2121, relativa alle trasformazioni, alle fusioni e alle scissioni transfrontaliere, ha introdotto nel testo del codice civile l'art. 2506.1, che disciplina la scissione mediante scorporo: istituto dotato di portata rivoluzionaria, se non addirittura eversiva dei principi generali che hanno sino ad ora governato, all'interno del nostro ordinamento giuridico, la scissione e la costituzione di società.

The D.lgs. 2 March 2023, n. 19, which has transposed the Directive (EU) 2019/2121, relating to transformations, mergers and cross-border divisions, in Italy, introduced art. 2506.1 in the Italian Civil Code, which regulates the "division by separation": an institution with a revolutionary, if not even subversive, scope of the general principles that have up to now governed, within our legal system, the division and the incorporation of companies.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Scissione, scorporo, conferimento. – 3. Gli elementi identificativi della fattispecie. – 3.1. *Segue*: l'assegnazione parziale del patrimonio della società scissa. – 3.2. *Segue*: la continuazione, da parte della società scissa, della propria attività. – 3.3. *Segue*: la costituzione *ex novo* della società beneficiaria, o delle società beneficiarie. – 4. L'alternativa scorporo – conferimento. – 4.1. *Segue*: le differenze di disciplina. – 5. Vantaggi e svantaggi della disciplina dello scorporo. – 6. L'autonomia statutaria.

1. Introduzione.

Per effetto dell'entrata in vigore dell'art. 51 d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19¹, pub-

* Professore ordinario di diritto commerciale, Alma Mater Studiorum Università degli Studi di Bologna; e-mail: gianluca.guerrieri@unibo.it.

blicato nella Gazzetta Ufficiale del 7 marzo 2023, è stato novellato il codice civile mediante la modifica degli artt. 2437, 2473, 2506-*bis*, 2506-*ter* e 2510-*bis* e l'introduzione, nel capo normativo sulla scissione, dell'art. 2506.1², rubricato «Scissione mediante scorporo»³.

In tal modo il legislatore italiano ha dato attuazione all'art. 3 della Legge di delegazione europea 2021 – l. 4 agosto 2022, n. 127 – emanata per recepire, all'interno del nostro ordinamento giuridico, la direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio, modificativa della direttiva (UE) 2017/1132 «per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere», fra cui le scissioni mediante scorporo (stando al testo della direttiva, «division by separation»).

L'intervento normativo comunitario, particolarmente incisivo, mira a favorire le operazioni straordinarie che coinvolgano società di capitali sottoposte a leggi nazionali di diversi Stati membri dell'Unione Europea⁴, facilitandone l'attuazione⁵.

¹ Entrata in vigore regolata dal successivo art. 56, il cui secondo comma – volendo limitarsi alle scissioni oggetto di analisi nel presente contributo – prevede che l'art. 51 si applichi a decorrere dalla data di entrata in vigore dello stesso d.lgs. n. 19/2023 (data coincidente col quindicesimo giorno successivo alla sua pubblicazione in Gazzetta Ufficiale – avvenuta, come detto, il 7 marzo 2023 – e dunque con il 22 marzo 2023).

² Articolo chiaramente caratterizzato da un refuso, le parole «sé stessa» essendo ripetute due volte: «Con la scissione mediante scorporo una società assegna parte del suo patrimonio a una o più società di nuova costituzione e a sé stessa le relative azioni o quote a sé stessa, continuando la propria attività. La partecipazione alla scissione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo».

³ Su cui si vedano, senza pretese di completezza, A. BUSANI, *La scissione mediante scorporo*, in *Società*, 2023, 401 ss.; F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Riv. not.*, 2023, 481 ss.; D. BOGGIALI, N. ATLANTE, *La scissione mediante scorporo*. Studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 45/2023-I; ASSONIME, *Le operazioni straordinarie transfrontaliere*, Circolare n. 16 del 7 giugno 2023, in *Riv. not.*, 2023, 925 ss.; G. DIBATTISTA, *La scissione mediante scorporo tra norme comunitarie e trasposizione interna*, in *Società*, 2023, 927 ss.; M. PETA, *La "scissione mediante scorporo": profili civilistici e fiscali, abuso di diritto e approccio aziendalistico*, in *Notariato*, 2023, 683 ss.; G. TRINCHESE, *La scissione mediante scorporo: analisi della disciplina civilistica e profili applicativi*, Roma, Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti E.T.S., 2024, 3 ss.; L. BOGGIO, *Libertà di stabilimento delle società, Profili di diritto societario europeo*, a cura di P. MONTALENTI, Torino, Giappichelli, 2023, 28 ss.

⁴ Ai sensi dell'art. 118 dir. (UE) 2017/1132, rimasto inalterato anche a seguito dell'emanazione della dir. (UE) 2019/2121, le fusioni transfrontaliere disciplinate da tali direttive sono «le fusioni di società di capitali costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nell'Unione, a condizione che almeno due di esse siano soggette alla legislazione di Stati membri diversi ("fusioni transfrontaliere")»; ai sensi dell'art. 86-*bis* della stessa dir. (UE) 2017/1132, introdotto dall'art. 1 dir. (UE) 2019/2121, le trasformazioni transfrontaliere ivi disciplinate sono le «trasformazioni di società di capitali costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi la propria sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nell'Unione in società di capitali

In questa sede, nel tralasciare lo studio dei profili di disciplina relativi, in particolare, alle operazioni transfrontaliere regolate dagli artt. 1-50 d.lgs. n. 19/2023⁶, si

soggette al diritto di un altro Stato membro»; ai sensi dell'art. 160-bis della medesima dir. (UE) 2017/1132, anch'esso introdotto dall'art. 1 dir. (UE) 2019/2121 (la direttiva 2017/1132 disciplinando dunque, in origine, unicamente le fusioni – e non anche le trasformazioni e le scissioni – transfrontaliere), sono del resto scissioni transfrontaliere quelle relative a «società di capitali costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi la propria sede, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nell'Unione, a condizione che almeno due delle società di capitali interessate dalla scissione siano disciplinate dal diritto di Stati membri diversi».

⁵ E v. il Considerando 1 della dir. 2019/2121, che mette in luce come la disciplina delle fusioni transfrontaliere dettata dalla dir. 2017/1132 costituisca «una pietra miliare verso un miglior funzionamento del mercato interno per le società e il relativo esercizio della libertà di stabilimento», ferma la necessità, oltre che di modificare le relative norme alla luce delle problematiche emerse in sede di loro valutazione, di «regolamentare la trasformazione e la scissione transfrontaliere», anche in considerazione del fatto che «la direttiva (UE) 2017/1132 prevede soltanto norme sulla scissione delle società per azioni sul piano nazionale». Il Considerando 5, del resto, mette giustamente in luce che «L'assenza di un quadro giuridico per le trasformazioni e scissioni transfrontaliere causa una frammentazione delle regole e un'incertezza del diritto, pertanto un ostacolo all'esercizio della libertà di stabilimento. Determina altresì una tutela non ottimale dei dipendenti, dei creditori e dei soci di minoranza nel mercato interno».

La citata direttiva, stando alle informazioni reperibili sul sito Eur-lex (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/NIM/?uri=CELEX:32019L2121&qid=1704629780628>), all'inizio di aprile 2024 risulta recepita nella maggior parte degli Stati membri dell'Unione Europea; risultano non avervi dato attuazione, in particolare, Bulgaria e Lussemburgo.

⁶ E su cui, per un primo inquadramento, v. A. BUSANI, *Fusione transfrontaliera e fusione internazionale*, in *Società*, 2023, 407 ss.; ID., *Scissione transfrontaliera e scissione internazionale*, *ivi*, 427 ss.; ID., *La trasformazione transfrontaliera e internazionale*, *ivi*, 446 ss.; F. MAGLIULO, *Il ruolo del notaio nella nuova disciplina sulle operazioni straordinarie transfrontaliere*, Studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 86-2023/I.; A. SACCO GINEVRI, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni societarie transfrontaliere*, in *DB non solo diritto bancario*, 3 ottobre 2023.

Il citato d.lgs. n. 19/2023 si applica, peraltro, non solo «alle operazioni transfrontaliere» (le trasformazioni, le fusioni e le scissioni «alla quale partecipano o dalla quale risultano una o più società regolate dalla legge italiana e almeno una società regolata dalla legge di uno Stato appartenente all'Unione europea»: art. 1, lett. f); e v., del resto, l'art. 160-bis dir. (UE) 2017/1132, riportato *supra*, alla nota 4) «riguardanti una o più società di capitali italiane e una o più società di capitali di altro Stato membro che hanno la sede sociale o l'amministrazione centrale o il centro di attività principale stabilito nel territorio dell'Unione Europea» (art. 2, primo comma, lett. a); dovendosi precisare che, ai sensi dell'art. 1, lett. c), è «società italiana» quella «regolata dalla legge italiana»; ai sensi dell'art. 1, lett. d), è «società di altro Stato membro» la «società regolata dalla legge di uno Stato appartenente all'Unione europea anche non avente la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nel territorio dell'Unione europea», ma anche alle operazioni transfrontaliere «riguardanti società diverse dalle società di capitali o società di capitali che non hanno nel territorio dell'Unione Europea la sede sociale né l'amministrazione centrale né il centro di attività principale, se l'applicazione della disciplina di recepimento delle direttive (UE) 2017/1132 e (UE) 2019/2121 a tali operazioni è parimenti prevista dalla legge applicabile a ciascuna delle società di altro Stato membro partecipanti o risultanti dall'operazione» (art. 2, primo comma, lett. b)), oltre che alle operazioni transfrontaliere che non rientrano nelle predette ipotesi e alle «operazioni internazionali», «nel rispetto dell'art. 25, comma 3, della legge 31 maggio 1995, n. 218» (a norma del

porrà l'attenzione sulla sola scissione mediante scorporo di cui al citato art. 2506.1 c.c.⁷, mettendo in luce le peculiarità che caratterizzano tale istituto e che consentono di attribuirgli una portata rivoluzionaria, se non addirittura eversiva dei principi generali che hanno sino ad ora governato, all'interno del nostro ordinamento giuridico, la scissione e la costituzione di società.

2. Scissione, scorporo, conferimento.

In effetti, è noto come, sino all'introduzione, nel tessuto codicistico, dell'art. 2506.1 c.c., la scissione venisse definita, ai sensi dell'art. 2506 c.c., come l'operazione mediante la quale una società trasferisce in tutto o in parte il proprio patrimonio a una o più società, preesistenti o di nuova costituzione, con contestuale assegnazione delle relative partecipazioni nella società beneficiaria – o nelle società beneficiarie – ai soci della società scissa⁸.

Sotto quest'ultimo profilo – si insegnava – l'operazione si differenziava dal conferimento proprio perché la società scissa, a differenza della società conferente, pur effettuando anch'essa un'attribuzione patrimoniale a favore della società beneficiaria – o delle società beneficiarie – non ne acquistava la qualità di socia; qualità che invece – come detto – era attribuita ai suoi soci, a cui, in ultima analisi, era imputato il relativo apporto.

In tale contesto, il termine scorporo, all'epoca estraneo ai dati normativi, veni-

quale, come noto, «I trasferimenti della sede statutaria in altro Stato e le fusioni di enti con sede in Stati diversi hanno efficacia soltanto se posti in essere conformemente alle leggi di detti Stati interessati») (art. 2, primo comma, lett. c]) e alle operazioni transfrontaliere «a cui partecipano, o da cui risultano, enti non societari, in quanto compatibile», anche in tal caso «nel rispetto dell'art. 25, comma 3, della legge 31 maggio 1995, n. 218» (art. 2, primo comma, lett. d]).

⁷ L'art. 2506.1 c.c. si applica sia alle scissioni a cui partecipino società disciplinate dal diritto italiano, sia alle scissioni transfrontaliere soggette all'ambito di applicazione del d.lgs. n. 19/2023 (e v. la nota che precede): esplicito, in quest'ultimo senso, l'art. 41, primo comma, lett. a), del medesimo decreto legislativo, che precisa come, ai fini del capo sulle scissioni transfrontaliere, per «scissione» si intenda «l'operazione di cui agli articoli 2506, primo comma, e 2506.1, primo comma, del codice civile».

La nuova disposizione codicistica deriva, in particolare, dal recepimento in Italia della disposizione di cui all'art. 160-ter dir. (UE) 2017/1132, introdotta dall'art. 1 dir. (UE) 2019/2121. E v. *infra*, in particolare i parr. 3.1 e 3.2.

⁸ Per un inquadramento generale della scissione si possono citare, senza pretese di completezza, G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE 7*2, Torino, Utet, 2004; A. DE PRA, *Scissione di società e protezione dei creditori*, Pisa, Pacini, 2022; P. LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, Giappichelli, 1999; A. PICCIAU, *La scissione di società. Profili di ricostruzione della fattispecie*, Cagliari, Edizioni AV, 2000; M. SARALE, *Le scissioni*, in *Le operazioni straordinarie, Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, Padova, 2011, 645 ss.; A. BERTOLOTI, *Scissione delle società*, in *Commentario del Codice Civile e codici collegati Scialoja, Branca, Galgano*, Bologna, Zanichelli, 2015, 1 ss.

va utilizzato quale sinonimo di conferimento e, pertanto, in contrapposizione alla scissione⁹.

Oggi, per contro, grazie all'introduzione dell'art. 2506.1 nel tessuto del codice civile, anche un'operazione tradizionalmente ascrivita al *genus* conferimento, quale quella descritta nel predetto articolo, viene attratta nell'alveo della scissione; e coerentemente il termine scorporo, utilizzato per identificare detta tipologia di operazione, vale a connotare una specie del genere scissione¹⁰.

Attraverso la novella di cui al d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, dunque, viene rimodellato l'istituto della scissione, regolato dagli artt. 2506 ss. c.c., e soprattutto viene messa in discussione la possibilità di tenere distinta tale fattispecie dalla fattispecie conferimento; il che induce a tentare un generale riordino delle categorie

⁹ E v., per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*¹⁰, Torino, Utet, 2020, p. 681; G. PRESTI, M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*⁹, Bologna, Zanichelli, 2019, 700.

¹⁰ Specie a cui la legge dichiara inapplicabili le norme che prevedono:

- le indicazioni, nel progetto di scissione, di cui ai numeri 3), 4), 5) e 7) dell'art. 2501-ter, primo comma (sul rapporto di cambio, sulle modalità di assegnazione delle azioni o quote della beneficiaria, sulla data da cui dette azioni o quote partecipano agli utili, sul trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni), o altre indicazioni incompatibili con l'assegnazione delle azioni o quote delle beneficiarie alla società scissa, invece che ai suoi soci;

- la necessità di predisporre la situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-quater e le relazioni degli amministratori e degli esperti di cui agli artt. 2501-quinquies e 2501-sexies c.c.;

- le disposizioni di cui agli artt. 2473 e 2502 c.c., che prevedono il diritto di recesso dei soci di s.r.l. e di società di persone che non abbiano consentito alla scissione.

Secondo la massima L.G.1 degli Orientamenti Notarili del Triveneto 2023 (in www.notai.triveneto.it), peraltro, sono inapplicabili, alla scissione mediante scorporo, anche la norma che prevede la necessità che il progetto di scissione contenga l'indicazione della data da cui le operazioni delle società partecipanti all'operazione sono imputate al bilancio della nuova società (art. 2501-ter, n. 6), c.c.) e la norma che attribuisce ai soci che non hanno approvato la scissione il diritto di fare acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso (2506-bis, quarto comma, secondo periodo, c.c.); in realtà, di tale articolo essendo in concreto inapplicabile innanzitutto il primo comma, per cui il progetto di scissione deve indicare anche i criteri di distribuzione delle azioni o quote delle beneficiarie; partecipazioni che per legge devono essere attribuite alla società scissa e rispetto a cui, quindi, non vi sono criteri di distribuzione da individuare).

E, in effetti, non troverà applicazione alla scissione mediante scorporo alcuna delle disposizioni incompatibili con l'attribuzione delle azioni o quote della beneficiaria alla società scissa, invece che ai suoi soci, oltre che col disposto dell'art. 2506.1 c.c.; fra queste, *inter alia*, le norme che prevedono:

- l'attribuzione, a uno o più soci della scissa, di un conguaglio in denaro (art. 2506, secondo comma, primo periodo, c.c.);

- la possibilità di attribuire ai soci della scissa non azioni o quote delle beneficiarie, bensì azioni o quote della stessa società scissa (art. 2506, secondo comma, secondo periodo, c.c.);

- la possibilità, per quest'ultima, di attuare, mediante la scissione, il proprio scioglimento senza liquidazione (art. 2506, terzo comma, c.c.);

- la possibilità che la scissione si realizzi mediante aumento del capitale di società beneficiarie già costituite (art. 2506-ter, secondo comma, c.c.): e v. *infra*, sub par. 3.3.

normative, la cui (ri)classificazione richiede, *in primis*, una minuziosa analisi del testo normativo dell'art. 2506.1 c.c.

3. Gli elementi identificativi della fattispecie.

«Con la scissione mediante scorporo» – recita l'art. 2506.1 c.c. – «una società assegna parte del suo patrimonio» (non necessariamente, al pari che nella scissione ordinaria, un'azienda o un ramo d'azienda¹¹) – «a una o più società di nuova costituzione e a sé stessa le relative azioni o quote, continuando la propria attività».

Tre, dunque, gli elementi identificativi che, perlomeno stando alla lettera della norma, caratterizzano la scissione mediante scorporo; dovendosi necessariamente trattare di

- a) una scissione parziale,
- b) con continuazione, da parte della società scissa, della propria attività e
- c) attribuzione dell'attivo patrimoniale alienato dalla società scissa a favore di una o più società di nuova costituzione.

3.1. Segue: l'assegnazione parziale del patrimonio della società scissa.

Non del tutto comprensibile, *in primis*, il requisito individuato *supra*, *sub* 3-a): poiché, infatti, la scissione mediante scorporo, al pari di qualsivoglia operazione di conferimento, comporta l'attribuzione delle partecipazioni nelle società beneficiarie alla società scissa, la devoluzione alle stesse beneficiarie dell'intero patrimonio di quest'ultima comporterebbe, semplicemente, la “sostituzione”, nel patrimonio della scissa, delle attività e delle passività attribuite alle beneficiarie con le partecipazioni rappresentative del loro capitale.

Ci si troverebbe di fronte, in altre parole, al passaggio della società scissa da società operativa a holding (o, comunque, a società detentrica) di partecipazioni, senza che detto ente debba andare incontro ad estinzione, secondo quanto si verifica, per contro, nelle ipotesi di scissione totale *ex art.* 2506, che conducono, inevitabilmente, al venir meno della società scissa.

Rimane fermo che la lettera del neo-introdotta art. 2506.1 c.c. – frutto del re-

¹¹ Che pure, di frequente, saranno oggetto dell'operazione *de qua*; in tale ipotesi parendo preferibile ritenere che siano applicabili – perlomeno in linea di principio e salvo il limite della compatibilità con l'apparato normativo in tema di scissione – le norme in tema di trasferimento di azienda, di cui agli artt. 2557 ss. c.c. (e ferme le difficoltà di applicazione, in particolare, dell'art. 2560 c.c., stante la disciplina in tema di passività *ab origine* facenti capo alla società scissa di cui agli artt. 2506-bis, secondo comma, e 2506-quater, terzo comma, c.c.; e v., per tutti, G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 8), 264 ss.); ma v., in senso contrario, fra gli altri, F. MAGLIULO, (nt. 3), 640.

cepimento dell'art. 160-ter, n. 2), dir. (UE) 2017/1132¹² – pare talmente chiara da non consentire interpretazioni ortopediche e da imporre che almeno una frazione, anche di valore estremamente esiguo, del patrimonio della scissa debba rimanere nella titolarità di quest'ultima.

Ciò, perlomeno, nell'ambito dell'operazione di scissione *de qua*; essendo ovvio che la devoluzione della parte del patrimonio rimasta in capo alla scissa sarà sempre possibile, anche in epoca immediatamente successiva alla scissione, mediante un'operazione di conferimento che conduca, in concreto, al risultato almeno in apparenza impedito dal disposto della norma in commento¹³.

3.2. Segue: la continuazione, da parte della società scissa, della propria attività.

Significativi, del resto, anche i dubbi suscitati dall'espressione sintetizzata *supra*, al punto 3-b).

Non è chiaro, infatti, se il riferimento alla continuazione, da parte della società scissa, della propria attività debba essere inteso in senso atecnico, quale sinonimo di mantenimento in vita di detto ente, o debba, per contro, essere concepito avendo riguardo all'esercizio, da parte della società scissa, della "propria" attività di impresa.

La prima interpretazione, invero, finirebbe per rendere pleonastica l'espressione adottata dal legislatore, nella parte finale dell'art. 2506.1, primo comma, c.c., che dunque si limiterebbe a ribadire, indirettamente, il precetto per cui la scissione mediante scorporo, comportando l'attribuzione, alla società scissa, di una partecipazione nella beneficiaria, o nelle beneficiarie, non può mai determinare, in sé e per sé, la dissoluzione della prima.

La seconda interpretazione, per contro, condurrebbe a ritenere necessaria, per configurare una scissione mediante scorporo, la prosecuzione, da parte della società scissa – per un periodo di tempo significativo (anche se, in ogni caso, non determinato) – dell'attività esercitata sino alla data di efficacia della scissione o,

¹² Articolo introdotto dall'art. 1 dir. 2019/2121, che nel dettare la nozione di «società scissa» si riferisce alla «società che ha avviato la procedura di scissione transfrontaliera in cui trasferisce a due o più società la totalità del suo patrimonio attivo e passivo, in caso di scissione totale, ovvero parte del suo patrimonio attivo e passivo a una o più società, in caso di scissione parziale o di scissione tramite scorporo» (corsivo di chi scrive); la successiva disposizione di cui all'art. 160-ter, n. 4), lett. c), dir. (UE) 2017/1132 definisce, del resto, la «scissione per scorporo» mediante riferimento all'ipotesi in cui «la società scissa trasferisce a una o più società beneficiarie parte del patrimonio attivo e passivo in cambio dell'attribuzione di titoli o quote delle società beneficiarie alla società scissa» (e anche in tal caso il corsivo è, ovviamente, dell'A. del presente contributo).

¹³ Non sembra, del resto, potersi sostenere, in senso contrario, che sia individuabile, in via interpretativa, un lasso di tempo minimo entro il quale detto conferimento non possa essere deliberato o, comunque, eseguito.

perlomeno, di una diversa attività d'impresa¹⁴; parendo allora possibile, in quest'ottica, scorgere nel precetto normativo un *favor* per la continuità aziendale, nell'ambito di un gruppo in fase di costituzione, ovvero di riorganizzazione.

Ammesso, infatti, che l'attrazione alla fattispecie della scissione delle operazioni di scorporo (di conferimento) di cui all'art. 2506.1 c.c. rappresenti un vantaggio per i soci interessati¹⁵, si potrebbe essere indotti a ritenere che il legislatore abbia inteso attribuire detto vantaggio solo a coloro che, mediante le predette operazioni, diano vita ad una nuova struttura societaria funzionale alla prosecuzione dell'attività (o, quantomeno, di un'attività) di impresa; con la conseguenza – si potrebbe ritenere – che ove la società scissa, a un breve intervallo di tempo dallo scorporo, fosse posta in liquidazione, l'operazione non potrebbe essere ricondotta nell'alveo della scissione e beneficiare del trattamento normativo accordato a tale istituto.

In realtà, un'interpretazione di questo tipo apparirebbe poco convincente sotto una pluralità di punti di vista.

Da un lato, infatti, è evidente che, anche in caso di liquidazione della società scissa, i complessi aziendali coinvolti nell'operazione potrebbero rimanere perfettamente funzionanti; e ciò sia nel caso in cui fossero ricompresi nel patrimonio della società beneficiaria (o delle società beneficiarie), che all'evidenza continuerebbe a esercitare la propria attività di impresa anche se, liquidata la società scissa e alienata la partecipazione rappresentativa del proprio capitale, vedesse mutata la propria compagine sociale, sia nel caso – e si tratta di uno scenario non necessariamente incompatibile col primo¹⁶ – in cui fossero ricompresi nel patrimonio della società scissa, la cui liquidazione ben potrebbe avvenire mediante liquidazione dell'azienda (o di rami d'azienda) in esercizio.

D'altro lato, è parimenti evidente che un'interpretazione volta a richiedere, quale presupposto di “fattibilità” (*rectius*, di legittimità) dell'operazione, la continuazione dell'impresa della società scissa, peraltro (anche) mediante la nuova partecipata (o le nuove partecipate), per un periodo di tempo determinato, si presterebbe a significative ambiguità sul piano applicativo; essendo a dir poco complessa, a tacer d'altro, l'individuazione della tipologia di operazioni vietate dalla norma e dell'arco di tempo di vigenza del predetto divieto.

¹⁴ Si consideri, in effetti, che la sostituzione, all'interno del patrimonio della società scissa, delle attività e delle passività attribuite alle beneficiarie con le partecipazioni nel capitale di queste ultime, potrà comportare, perlomeno in caso di trasferimento dell'intero compendio aziendale, la modifica “sostanziale” dell'oggetto sociale della medesima società scissa; rilievo che si aggiunge alle considerazioni esposte di seguito, nel testo, per escludere che la legge (non solo voglia impedire che la società scissa, in epoca immediatamente successiva alla scissione, entri in liquidazione – e v. *infra*, in questo stesso par. – ma addirittura) voglia impedire la modifica, da parte della società scissa, del proprio oggetto sociale.

¹⁵ Ma v. di seguito, *sub* parr. 4 ss.

¹⁶ Uno o più rami d'azienda potrebbero, infatti, rimanere nella titolarità della scissa e uno più rami d'azienda potrebbero, per contro, venire attribuiti alla beneficiaria, o alle beneficiarie.

Sembra quindi preferibile una lettura riduzionistica della disciplina in esame, che conduca a leggere l'inciso finale del primo comma dell'art. 2506.1 c.c. quale norma volta a ribadire che la scissione mediante scorporo – oltre a non potere risultare una scissione totale – non può mai comportare l'estinzione della società scissa¹⁷; dovendosi allora ammettere che – anche a ridotta distanza di tempo dalla scissione – si possa pervenire alla liquidazione della società scissa.

3.3. Segue: *la costituzione ex novo della società beneficiaria, o delle società beneficiarie.*

Difficilmente comprensibile, del resto, pure il presupposto delineato *supra*, sub 3-c), sebbene anche in tal caso la lettera della norma appaia talmente chiara da non consentire interpretazioni ortopediche.

Invero lo scorporo, ai sensi dell'art. 2506.1 c.c., deve avvenire a favore di una società beneficiaria, o di più società beneficiarie, di nuova costituzione (che, dunque – stante l'inammissibilità della costituzione per atto unilaterale di società di persone – devono essere, necessariamente, società di capitali, perlomeno se all'atto di costituzione della beneficiaria, o delle beneficiarie, non partecipino altri soggetti¹⁸); con la conseguenza che un'attribuzione patrimoniale effettuata a favore di una società preesistente, in esecuzione di un aumento di capitale deliberato da quest'ultima e con emissione delle partecipazioni rivenienti dall'aumento alla società attribuyente, pare estranea alla fattispecie in parola, dovendo essere ricondotta, in via esclusiva, al *genus* conferimento e sottoposta, di conseguenza, alla relativa disciplina.

La scelta di politica legislativa operata in tal modo dal legislatore italiano – in tal caso riprendendo, anche nel novellare il diritto interno, una limitazione espressa nel testo della direttiva 2019/2121¹⁹ – pare poco convincente, tanto più se si considera che, per contro, la scissione tradizionale ben può avvenire a favore di

¹⁷ Lettura che pare, peraltro, coerente con il disposto di cui all'art. 2506, terzo comma, c.c., ove l'espressione «continuare la propria attività» – utilizzata per descrivere una delle due opzioni concesse, nella scissione, alla società scissa – essendo posta in contrapposizione con l'espressione «attuare il proprio scioglimento», pare sinonimo di rimanere in vita senza andare incontro a scioglimento.

¹⁸ Che, peraltro, potrebbero essere anche altre società le quali, a propria volta, si scindano mediante scorporo; c. v. D. BOGGIALI, N. ATLANTE, (nt. 3), 10; e v. *infra*, la nota 45.

¹⁹ E v. l'art. 160-ter n. 3) dir. 2017/1132, nella versione introdotta dalla dir. (UE) 2019/2121 (per cui «società beneficiaria» è la «nuova società costituita nel corso della scissione transfrontaliera») e il Considerando 8 della stessa dir. 2019/2121 (per cui tale fonte «regolamenta le scissioni transfrontaliere, totali o parziali, ma tali norme riguardano soltanto le scissioni transfrontaliere che comportano la costituzione di nuove società»), mentre non si prefigge di «armonizzare le norme applicabili alle scissioni transfrontaliere in cui la società trasferisce il patrimonio attivo e passivo a una o più società preesistenti, in quanto si tratta di casi molto complessi che implicano l'intervento delle autorità competenti di vari Stati membri e che comportano ulteriori rischi di elusione delle norme dell'Unione e nazionali»).

una o più società preesistenti e che, quindi, stando al tenore letterale delle norme, se queste ultime aumentano il proprio capitale sociale emettendo partecipazioni a favore dei soci della attribuyente, l'operazione è ascrivibile (*rectius*, deve essere ascritta) al genere scissione, mentre se aumentano il proprio capitale sociale emettendo partecipazioni a favore della società attribuyente, l'operazione è per contro ascrivibile (*rectius*, deve essere ascritta) al *genus* conferimento; e ciò quando invece, ove le beneficiarie siano società di nuova costituzione, il sistema è strutturato in maniera tale che anche nella seconda ipotesi si possa (ma, come si dirà di seguito, non necessariamente si debba) configurare una scissione.

Nonostante l'irrazionalità della scelta di politica legislativa operata, in tal modo, dal nostro legislatore, pare del resto da escludere che il dato normativo possa essere ignorato al punto da ammettere scissioni con scorporo a favore di società già costituite²⁰.

Occorre considerare, infatti, che – prima della novella di cui al d.lgs. n. 19/2023 – l'attribuzione patrimoniale di una società a favore di altri organismi societari, al fine di acquisirne la qualità di socia, era possibile solo ricorrendo allo schema negoziale del conferimento; e ciò, sia che le società beneficiarie fossero preesistenti, sia che le società beneficiarie fossero di nuova costituzione.

In tale contesto, la scelta del legislatore italiano, volta a consentire di pervenire ad identico risultato mediante scorporo con espresso riferimento alle sole società di nuova costituzione²¹, sembra allora un chiaro indice della volontà di limitare soltanto a tali enti l'applicazione della nuova disciplina.

Rimane fermo che le società neo-costituite mediante scorporo possono certamente fondersi con, e venire incorporate da, società preesistenti, sì da determinare un effetto analogo a quello che potrebbe prodursi qualora le stesse beneficiassero direttamente, in esecuzione della scissione, delle utilità patrimoniali attribuite dalla società scissa.

4. *L'alternativa scorporo – conferimento.*

L'indagine relativa alla possibilità di configurare lo scorporo ed il conferimento quali strumenti posti a disposizione dell'autonomia privata in via alternativa fra loro²² rappresenta, invero, uno snodo decisivo per delimitare la fattispe-

²⁰ E v. invece A. BUSANI, (nt. 3), 404; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 209 16 novembre 2023*, reperibile in www.consiglionotarilemilano.it/massime-commissione-societa.

²¹ E v. l'art. 51, terzo comma, d.lgs. n. 19/2023, che precisa come l'introduzione, nel tessuto del codice civile, dell'art. 2506.1, ad opera del d.lgs. n. 19/2023, risponda «al fine di consentire alle società il trasferimento di attività e passività a una o più società di nuova costituzione regolate dal diritto interno anche avvalendosi della disciplina della scissione» (corsivo di chi scrive).

²² Il tema è già stato anticipato nella parte finale del precedente paragrafo.

cie regolata dall'art. 2506.1 c.c. e per ricostruirne correttamente la disciplina.

In un sistema nel quale l'operazione delineata nel predetto articolo, da sempre ricondotta alla categoria del conferimento, è stata ascritta, ora, al *genus* della scissione, occorre in effetti chiedersi se la *voluntas legis* sia stata quella di consentire la produzione dei relativi effetti unicamente tramite il procedimento di cui agli artt. 2506 ss. c.c.; quesito a cui, come anticipato, pare di dovere fornire una risposta negativa.

L'introduzione, all'interno del nostro ordinamento giuridico, dell'art. 2506.1 c.c., infatti, *a fortiori* alla luce del primo periodo dell'art. 51, terzo comma, lett. a), d.lgs. n. 19/2023 e, in particolare, dell'espressione «anche» ivi riportata²³, non pare affatto finalizzata a impedire che, ove una società ne voglia costituire un'altra, o ne voglia costituire altre, possa ricorrere alle norme sulla costituzione simultanea mediante conferimento dettate per il tipo sociale di riferimento.

Un tale stravolgimento del nostro assetto normativo, in effetti, avrebbe richiesto una presa di posizione ben più netta; e ciò, senza considerare che la (ipotetica) scelta di limitare la fattispecie conferimento alle sole ipotesi di aumento del capitale sociale e di costituzione di società ad opera di soggetti diversi, escludendo dal relativo insieme le attribuzioni patrimoniali di società a favore di società neo-costituite, si potrebbe in contrasto coi principi generali del nostro sistema giuridico, desumibili, a tacer d'altro, dalla normativa comunitaria in tema di conferimenti²⁴.

Ma, se tale conclusione può dirsi corretta, e se dunque alla costituzione di una o più società da parte di un ente societario destinato a divenirne socio si può giungere, ora, in due modi diversi – mediante conferimento o mediante scissione – diviene inevitabile domandarsi quali siano le ragioni che, nella prassi, potrebbero orientare gli operatori ad avvalersi dell'una o dell'altra opzione.

4.1. Segue: le differenze di disciplina.

Al riguardo, nel passare in rassegna i principali snodi della disciplina della scissione e del conferimento, ponendoli a confronto fra loro perlomeno in relazione alle ipotesi suscettibili di ricadere nell'ambito di applicazione dell'art. 2506.1 c.c.²⁵, pare opportuno distinguere fra operazioni volte alla costituzione di società di persone e operazioni volte alla costituzione di società di capitali, distinguendo ulteriormente, per ciascuna delle due ipotesi, le fattispecie in cui la costituzione avvenga ad opera di società di persone e le fattispecie in cui la costituzione avvenga ad opera di società di capitali.

²³ E v. il testo della citata disposizione, riportato *supra*, alla nota 21.

²⁴ E v., oggi, la dir. 2021/30/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, recante – per riprendere le parole del primo considerando – la “rifusione” della seconda direttiva CEE in materia societaria.

²⁵ Si che, nel procedere al predetto confronto, nell'ambito del presente paragrafo, nel trattare di scissione si farà riferimento, di regola, alla scissione mediante scorporo.

Per ciascuna delle quattro ipotesi delineate (costituzione di società di persone ad opera di società di persone; costituzione di società di capitali ad opera di società di persone; costituzione di società di persone ad opera di società di capitali; costituzione di società di capitali ad opera di società di capitali), pare opportuno, in particolare²⁶,

- individuare il soggetto a cui l'ordinamento attribuisce la competenza ad adottare la relativa decisione;
- individuare eventuali vincoli di forma dell'atto costitutivo *de quo*;
- verificare se occorra la relazione di stima richiesta per i conferimenti di beni in natura dagli artt. 2343 e 2465 c.c. e imposta, dagli artt. 2500-ter, secondo comma e 2501-sexies, settimo comma, nelle ipotesi di trasformazione di società di persone in società di capitali e «di fusione di società di persone con società di capitali»²⁷;
- verificare la tenuta dell'operazione, e in particolare la possibilità di dare vita a rimedi caducatori e invalidanti, a fronte di eventuali vizi di procedimento o di contenuto dell'iter ovvero dell'atto di scissione mediante scorporo.

In quest'ottica, pare possibile mettere in luce come:

A. Nell'ipotesi di costituzione di società di persone mediante conferimento ad opera di società di persone²⁸,

- per dar corso all'operazione è sufficiente una decisione degli amministratori, o eventualmente – se lo statuto lo prevede²⁹ – dei soci, quando invece, in caso di scissione³⁰, è ovviamente necessaria sia una decisione dell'organo amministrativo, sia una decisione degli stessi soci³¹, suscettibile di opposizione da parte dei creditori³²;

²⁶ Per ulteriori – in parte opinabili – elementi di distinzione fra scissione mediante scorporo e conferimento v. ASSONIME, (nt. 3), 969.

Sul punto cfr., inoltre, F. MAGLIULO, (nt. 3), 635 e 642.

²⁷ Dovendosi, peraltro, ricordare che l'art. 2501-sexies – ai sensi dell'art. 2506-ter, terzo comma, c.c. – si applica anche alle scissioni.

²⁸ Possibilità che, ad oggi, pare pacifica; e v., sul punto, per rimanere ai testi istituzionali, G.F. CAMPOBASSO, (nt. 9), 67.

²⁹ E sempre ammesso che possa prevederlo; potendosi dubitare che la competenza decisionale in tema di atti di gestione e, in particolare, di costituzione di società controllate o, comunque, partecipate, possa essere rimessa, in via generale, alla competenza dei soci, invece che degli amministratori.

³⁰ E fermo quanto già rilevato, *supra*, sub 3.3, ove si è evidenziato come la costituzione, mediante scorporo, di società di persone pare ammissibile solo se, all'atto costitutivo, oltre alla società scissa partecipino altri soggetti.

³¹ Ciò, perlomeno,

– se si esclude l'applicabilità, in via analogica, alla scissione mediante scorporo, dell'art. 2505, secondo comma, c.c. (richiamato, per le scissioni, dall'art. 2506-ter c.c.), a norma del quale, in presenza

- non occorre l'atto pubblico, che per contro è richiesto dalla legge in caso di scissione;
- non occorre la relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c., come del resto nell'ipotesi di scissione;

dei presupposti ivi previsti, è possibile prevedere statutariamente che la fusione per incorporazione di una società in un'altra, la quale possieda tutte le partecipazioni rappresentative del capitale della prima, sia decisa dai rispettivi organi amministrativi (e v. F. MAGLIULO, (nt. 3), ove ulteriori riferimenti);

– ove la società non si trovi in stato di crisi e la decisione di dar vita alla scissione non rientri nell'ambito di applicazione (oltre che, *inter alia*, dell'art. 116 d.lgs. n. 14/2019, c.c.i.i.) dell'art. 120-bis, primo comma, c.c.i.i. (il cui primo periodo, come noto, stabilisce che «L'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori unitamente al contenuto della proposta e alle condizioni del piano»); ipotesi che fuoriesce dall'oggetto del presente contributo.

³² Per la tesi secondo cui la scissione mediante scorporo può cagionare ai creditori sociali pregiudizi estremamente limitati v., peraltro, F. MAGLIULO, (nt. 3), 639.

In effetti l'operazione, comportando l'attribuzione alla scissa di una partecipazione nella beneficiaria di valore pari, in linea di principio, a quello del patrimonio netto che le è trasferito, non parrebbe *prima facie* in grado di determinare un pregiudizio patrimoniale per il ceto creditorio, a meno che la beneficiaria sia costituita dalla scissa unitamente ad altri soci e la partecipazione attribuitale – per effetto dei criteri di distribuzione delle azioni o quote – sia di valore inferiore a quello del patrimonio netto trasferito.

In realtà la valutazione appare più complessa, richiedendo innanzitutto di comprendere se sia sempre corretto ritenere – come l'A. ora citato sembra presupporre – che i creditori della scissa, all'esito dell'operazione, rimangano tali, senza che per alcuno di essi si ponga il problema di ritrovarsi creditore di altre società; situazione che, a ben vedere, si può verificare unicamente nelle ipotesi in cui alle società beneficiarie siano attribuiti solo elementi dell'attivo.

Infatti, nei casi in cui alle beneficiarie vengono attribuiti anche elementi del passivo, vi saranno necessariamente creditori sociali che divengono creditori delle beneficiarie e creditori sociali che rimangono creditori della scissa, sì da potersi perlomeno astrattamente determinare, e per gli uni e per gli altri, effetti negativi sia sotto il profilo patrimoniale, sia sotto il profilo finanziario, al pari di ciò che accade nelle scissioni ordinarie; ipotesi in cui – contrariamente a quanto talora si è sostenuto – l'art. 2506-*quater*, terzo comma (per il quale ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto assegnatole, dei debiti della società scissa non adempiuti dall'ente a cui, per effetto della scissione, fanno carico) non può essere vista come la panacea di tutti i mali, a tacer d'altro perché limita la responsabilità delle società "altre" in deroga all'art. 2740 c.c. (e v., del resto, l'ultimo periodo dell'art. 2506-*bis*, terzo comma, c.c.); il che può risultare fonte di pregiudizio per i creditori della scissa, ad esempio, nell'ipotesi in cui, rimanendo tali, gli stessi la vedano privata di tutta la liquidità e vedano mantenuti, fra le attività patrimoniali della scissa, solo *assets* difficilmente liquidabili.

Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui la scissa abbia, in origine, un attivo patrimoniale di € 40 in denaro e di ulteriori € 35 rappresentanti il valore di un immobile difficilmente aggredibile e abbia, per contro, un passivo pari a 39 + 34 €.

Se vengono trasferiti alla beneficiaria di un'operazione di scissione, quanto all'attivo, il denaro di valore pari a 40 € e la passività di 39 €, il creditore che deve ricevere 34 € dalla scissa potrà soddisfarsi sull'attivo (di 40 €) della beneficiaria solo per 1 €, i restanti 38 € dovendo provare a incassarli dalla scissa rimasta priva di liquidità e di beni facilmente smobilizzabili; essendo evidente, allora, il pregiudizio derivato a tale soggetto, perlomeno se titolare di un credito di immediata scadenza, per effetto della scissione.

– è discusso se, in caso di nullità e, più in generale, di invalidità, si applichi l'art. 2332 c.c., quando invece, in caso di scissione, trova senz'altro applicazione l'art. 2504-*quater* c.c.³³, a norma del quale, divenuto efficace l'atto di scissione, l'invalidità dello stesso non può essere pronunciata.

Rimane fermo, tuttavia, che – come già evidenziato in altra sede³⁴ – l'applicazione del predetto art. 2504-*quater* c.c. non esclude necessariamente l'applicazione dell'art. 2332 c.c., o comunque, sia pure con gli opportuni adattamenti, delle norme sull'invalidità dell'ente beneficiario dell'operazione; disciplina che è sostenibile debba applicarsi una volta divenuta efficace la scissione ogni qual volta troverebbe applicazione nell'ipotesi di costituzione mediante conferimento;

– si deve ritenere, d'altronde, che trovi applicazione la normativa in tema di revocatoria, ordinaria e concorsuale³⁵; normativa che, per contro, in caso di scissione rimane di dubbia applicabilità³⁶.

B. Nell'ipotesi di costituzione di società di capitali mediante conferimento ad opera di società di persone,

– per dar corso all'operazione è anche in tal caso sufficiente una decisione degli amministratori, o eventualmente – e sempre che lo statuto lo preveda – dei so-

³³ Dettato in tema di fusione e richiamato, in materia di scissione, dall'art. 2506-*ter* c.c.

³⁴ E v., da ultimo, G. GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2009, 285 ss. (ma v. anche, in precedenza, ID., *Trasformazione di società, modificabilità dello statuto e disciplina dell'invalidità*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 361; ID., *Limiti alla tutela reale e portata della tutela risarcitoria nell'ipotesi di scissione e altre deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 348); cfr., inoltre, G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 8), 369, ove ulteriori riferimenti.

³⁵ E v., di recente, per rimanere alla giurisprudenza di legittimità e sia pure con riferimento ad attribuzioni eseguite a favore di società di capitali, Cass. civ., sez. III, 14 luglio 2023, n. 20232, in *Giust. civ., Massimario*, 2023; Cass. civ., sez. VI, 16 settembre 2022, n. 27290, *ivi*, 2022 (nel solco di Cass. civ., sez. I, 18 febbraio 2000, n. 1804 e di Cass. civ., sez. I, 22 ottobre 2013, n. 23891, ambedue in *De Iure*, 2023); cfr., inoltre, nella giurisprudenza di merito, App. Napoli, 6 ottobre 2023, in *De Iure*, 2023; Trib. Savona, 26 gennaio 2021, in *Riv. dott. comm.*, 2021, 112.

Rimane ferma la perlomeno parziale divergenza di posizioni espresse dagli interpreti circa gli effetti determinati dalla revoca del conferimento; e v., per tutti, F.S. MARTORANO, *La revocatoria dei conferimenti nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000, 141 ss., ove ulteriori riferimenti.

³⁶ E ciò, nonostante di recente, come noto, si siano espresse in senso favorevole alla revocatoria della scissione, anche sulla scia della pronuncia della Corte di Giustizia UE del 30 gennaio 2020, C-394/18, Cass. civ., sez. III, 29 gennaio 2021, n. 2153, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1334 ss.; Cass. civ., sez. III, 6 maggio 2021, n. 12047, in *Foro it.*, 2021, 6, I, 1993; Cass. civ., sez. III, 14 ottobre 2022, n. 30184, in *Società*, 2023, 1069 ss.; e, per ampi riferimenti anche ai sostenitori della tesi opposta (perorata, fra gli altri, da C. ANGELICI, *La revocatoria della scissione nella giurisprudenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 120 ss. e da A. PICCIAU, *Sulla difficile coesistenza dell'istituto della revocatoria con la scissione di società*, in *Riv. soc.*, 2019, 695 ss.), v. L. ARCHIVOLTI, *Dormientibus iura succurrunt? La Cassazione conferma la revocabilità dell'atto di scissione*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1341 ss.; A. DE PRA, (nt. 8), 195 ss.

ci; anche in tal caso potendosi, dunque, affermare che, rispetto alla scissione, la scelta di dare vita ad un semplice conferimento consente di “risparmiare una decisione” e di evitare l’opposizione dei creditori;

- occorre l’atto pubblico, come nelle ipotesi di scissione;
- occorre la relazione di stima, che in realtà potrebbe dirsi necessaria anche in caso di scissione mediante scorporo³⁷;
- trova senz’altro applicazione l’art. 2332 c.c., quando invece, in caso di scissione, rimane ferma la disciplina sopra descritta;
- si deve ritenere applicabile anche la normativa in tema di revocatoria³⁸, che nell’ipotesi di scissione, come ricordato, è di dubbia applicabilità.

D'altronde, nell’ipotesi di costituzione di società di persone mediante conferimento effettuato da società di capitali³⁹,

- per dar corso all’operazione, perlomeno nelle s.p.a., è sicuramente necessaria una delibera assembleare – quella imposta dall’art. 2360, secondo comma, c.c. – ed anche – e sempre che si escluda la valenza derogatoria di quest’ultima disposizione al disposto dell’art. 2380-*bis* c.c.⁴⁰ – di una delibera consiliare; in quest’ottica dovendosi dare vita ad un iter non dissimile da quello previsto per l’ipotesi di scissione⁴¹;
- non occorre l’atto pubblico, necessario invece nelle scissioni mediante scorporo⁴²;
- non occorre la relazione di stima, che in effetti, trattandosi di attribuzione di attivo da società di capitali a società di persone, non parrebbe necessaria neppure nelle ipotesi di scissione;

³⁷ Al riguardo, si consideri che l’art. 2501-*sexies*, settimo comma – la norma per cui sono gli esperti di cui ai commi terzo e quarto dell’art. 2501-*sexies* c.c. a dover dare vita alla perizia di stima nei casi di fusione di una società di capitali e di una società di persone, la perizia avendo ad oggetto il patrimonio della società di persone – non è dichiarata inapplicabile alle scissioni mediante scorporo, per le quali, all’art. 2506-*ter*, terzo comma, è statuito semplicemente che non sono richieste le «relazioni» di cui agli artt. 2501-*quinquies* e 2501-*sexies*; ed è vero che in quest’ultima norma la perizia è definita «relazione di stima» (l’espressione «relazione» essendo utilizzata anche all’art. 2343 c.c.), ma la *ratio legis* potrebbe dirsi quella per cui, non essendovi rapporto di cambio, non v’è necessità di una relazione sul punto, e non (anche) quella di non considerare l’attribuzione alla società di capitali assimilabile ad un conferimento ai fini di cui all’art. 2343 c.c.

³⁸ Normativa la cui applicazione non pare impedita dal disposto dell’art. 2332 c.c.

³⁹ Possibilità che oggi deve considerarsi pacifica, alla luce dell’art. 2360 e dell’art. 111 *duodecies* d. att. c.c.; e v. nuovamente sul punto, nella manualistica più recente, G.F. CAMPOBASSO, (nt. 9), 65; G. PRESTI, M. RESCIGNO, (nt. 9), 356.

⁴⁰ E v. *infra*, alla nota 52.

⁴¹ Ipotesi in cui pure è prevista l’opposizione dei creditori.

⁴² E fermo quanto già rilevato *supra*, nel testo, al par. 3.3, circa la possibilità di costituire, attraverso scissione con scorporo, società di persone, unicamente ove, all’atto costitutivo, in aggiunta alla società scissa, partecipino terzi soggetti.

- è discusso se si applichi l'art. 2332 c.c., che in ipotesi di scissione potrebbe trovare applicazione, al più, nei limiti già descritti;
- vale quanto precisato *supra*, *sub* A, in tema di revocatoria.

C. Da ultimo, nell'ipotesi di costituzione di società di capitali mediante conferimento ad opera di società di capitali,

- per dar corso all'operazione è sufficiente una decisione dell'organo amministrativo, se non addirittura di un amministratore delegato, ovvero – nelle s.r.l., e sempre che ricorrano i presupposti di cui ai commi primo o secondo, n. 5), dell'art. 2479 – dei soci; anche in tal caso, dunque, potendosi risparmiare una decisione rispetto all'iter delineato dalla legge in materia di scissione⁴³;
- è imposta la redazione di un atto pubblico, come nelle ipotesi di scissione;
- è di regola necessaria la relazione di stima di cui all'art. 2343 c.c., che stando all'art. 2501-*sexies* c.c. non è, invece, richiesta ove si ricorra al procedimento di scissione; e pare questa l'unica ipotesi in cui il ricorso al conferimento risulta più complesso rispetto al ricorso allo scorporo;
- trova senza dubbio applicazione, in caso di patologie di procedimento o di contenuto, l'art. 2332 c.c., in luogo delle norme, già ricordate, applicabili nell'ipotesi di scissione;
- vale quanto precisato *supra*, *sub* B, quanto alla disciplina della revocatoria.

5. Vantaggi e svantaggi della disciplina dello scorporo.

Come evidente, dunque, se si eccettua l'ipotesi considerata *supra*, *sub* D, con riferimento alla relazione di stima ex art. 2343 c.c., il ricorso alla disciplina della scissione mediante scorporo non sembra apportare alcuna semplificazione all'iter procedimentale dettato dalla legge per la costituzione di società.

Del resto, anche se si analizza il fenomeno avendo riguardo ai vari soggetti che possono essere coinvolti nelle operazioni *de quibus*, pare di poter pervenire a conclusioni analoghe, non essendo dato scorgere alcun apprezzabile vantaggio nell'ipotesi in cui, invece di un conferimento, venga posta in essere un'operazione di scissione.

Ciò vale, in particolare, nel caso in cui la società attribuyente intenda dare vita a più società controllate o, comunque, partecipate; come, infatti, detta società, ove operi mediante scorporo, per espressa previsione dell'art. 2506.1 c.c. ha la possibilità di dare vita a più società beneficiarie, così, ove operi mediante conferimento, ha la possibilità di stipulare più atti costitutivi, eventualmente in via simultanea fra loro (e, si deve ritenere, sopportando costi del tutto analoghi).

⁴³ Iter che, come ricordato, prevede per di più il diritto di opposizione dei creditori.

D'altronde, nell'ipotesi in cui la compagine sociale della società controllata o della società partecipata debba essere costituita non solo dalla società attribuyente, ma anche da terzi, lo stesso risultato che si può ottenere mediante scissione è certamente ottenibile mediante conferimento; se è vero, infatti, che l'atto pubblico di scissione, fungendo da atto costitutivo della società beneficiaria, pare stipulabile anche con soggetti terzi, conferenti⁴⁴, o comunque può essere seguito, in particolare a seguito della costituzione di società di capitali, da una delibera di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione destinato ad essere sottoscritto – si può immaginare contestualmente – dai terzi di cui si è negoziato l'ingresso nel capitale sociale, è altrettanto vero che la costituzione di una o più società da parte di una pluralità di soggetti è ovviamente consentita anche mediante conferimento.

D'altronde, la circostanza per cui, in caso di scorporo di s.r.l. e di società di persone, i soci che non hanno consentito al compimento dell'operazione non hanno il diritto di recedere, se certo rappresenta una differenza estremamente significativa fra scissione mediante scorporo e scissione tradizionale, non vale a segnare alcun distinguo fra la disciplina del nuovo istituto e la disciplina del conferimento; non essendovi alcun dubbio che, nel caso in cui una società appartenente ad uno dei tipi sociali sopra menzionati⁴⁵ intenda costituirne un'altra destinata ad essere controllata, o anche solo partecipata, dalla prima, i soci non consenzienti non abbiano comunque diritto di recesso, non essendovi – questa la *ratio* della stessa novella – alcun rischio di depauperamento del loro patrimonio.

Apprezzabile, per contro, il vantaggio che la disciplina della scissione può determinare quanto alle entità attribuibili alla società beneficiaria (o alle società beneficiarie); ciò, perlomeno, se si accoglie la tesi per cui lo scorporo può essere il mezzo per attribuire, a favore dell'ente (o degli enti) di nuova costituzione, solo debiti e/o posizioni giuridiche passive⁴⁶, o comunque compendi patrimoniali di valore netto negativo; soluzione che, nel caso di costituzione di società mediante conferimento, ai sensi degli artt. 2251-2255, 2295 c.c. (per le società di persone),

⁴⁴ E fermo restando che uno o più enti societari di nuova costituzione possono venire ad esistenza anche mediante scissione simultanea di più società: e v. *supra*, alla nota 19, e – quanto alla simultanea stipula di un atto di scissione mediante scorporo e di un atto di scissione ordinaria – la massima L.G.2 degli Orientamenti notarili del Triveneto (in www.notaitriveneto.it), che contempla anche la possibilità di dar vita a un (unico) atto di scissione con attribuzione delle partecipazioni rappresentative del capitale della beneficiaria in parte alla società scissa, in parte ai suoi soci.

⁴⁵ S.r.l., s.s., s.n.c. e s.a.s.

⁴⁶ La problematica è richiamata – nel commentare l'art. 2506.1 c.c., accennando ai tratti identificativi della scissione tradizionale – da D. BOGGIALI, N. ATLANTE, (nt. 3), 3; ASSONIME, (nt. 3), 969; e v., in una prospettiva più ampia, G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 8), 145.

Pare da escludere, in effetti, che si debbano valorizzare, in senso contrario alla tesi perorata nel testo, le congiunzioni «e» che si ritrovano – laddove il dato normativo fa riferimento al «patrimonio attivo e passivo» – nelle disposizioni di cui all'art. 160-ter, n. 2) e n. 4), lett. c), dir. (UE) 2917/1132, riportate *supra*, alla nota 13.

2328 e 2463 c.c. (per le società di capitali), non sembrerebbe possibile, alla luce del principio per cui i conferimenti devono avere ad oggetto entità suscettibili di valutazione economica⁴⁷.

Rimane fermo che, trattandosi di scissione a favore di società di nuova costituzione, ciò dovrebbe avvenire – quanto meno per le società di capitali – grazie a terzi disponibili ad attribuire alla beneficiaria utilità di valore superiore a quello del compendio attribuitole mediante scorporo, sì da dar vita a un patrimonio netto di valore positivo, e a lasciare sottoscrivere una parte delle partecipazioni sociali alla società scissa.

6. *L'autonomia statutaria.*

Salvi, dunque, i vantaggi che la disciplina della scissione può comportare dal punto di vista fiscale⁴⁸, sembra di potere affermare che, avendo riguardo alla normativa legale, la scelta di avvalersi della disciplina della scissione, in luogo della disciplina del conferimento, sotto il profilo civilistico non risulta, di regola, foriera di significativi vantaggi.

Rimane fermo che, dal punto di vista dei soci, la costituzione di società controllate, o partecipate, mediante scorporo, può apparire preferibile, a tacer d'altro perché tale soluzione implica necessariamente un loro coinvolgimento nella relativa decisione e, determinando l'applicazione dell'art. 2504-*quater* c.c., assicura la massima stabilità possibile all'operazione.

Ciò conduce a chiedersi se gli stessi soci abbiano la possibilità di inserire in statuto una clausola che vincoli gli amministratori, intenzionati a costituire una o più nuove società mediante attribuzione di una parte (soltanto) del patrimonio sociale, a procedere mediante scorporo e non mediante conferimento.

Almeno *prima facie*, parrebbe trattarsi di una previsione legittima: ove, in effetti, l'ordinamento metta a disposizione dell'autonomia privata due diversi nuclei di disciplina al fine di pervenire a risultati analoghi, se non addirittura identici, si è indotti a ritenere che i consociati, così come possono optare di volta in volta per lo schema normativo che ritengono più idoneo alle loro esigenze, possano vincolarsi *una tantum* a seguire un percorso piuttosto che un altro.

A ben vedere, in effetti, nella fattispecie esaminata una previsione statutaria

⁴⁷ E v., in tema di s.r.l., ma quale espressione di un principio ritenuto di portata generale (e inteso nel senso per cui si deve trattare di beni di valore positivo; il che, in particolare nelle società di persone, è invero opinabile), l'art. 2464, secondo comma, c.c.

⁴⁸ E v., per tutti, ASSONIME, *La scissione mediante scorporo (direttiva UE 2019/2121): prima analisi degli aspetti fiscali*, Circolare n. 14 dell'11 maggio 2023; R. MICHELUTTI, E. IASCONE, *La scissione mediante "scorporo" alla prova del regime fiscale di riferimento*, in *Corr. trib.*, 2023, 535 ss.; M. PETA, (nt. 3), 688 ss.

quale quella ora ipotizzata si risolverebbe in una limitazione ai poteri degli amministratori, che si vedrebbero preclusa la possibilità di costituire, in nome della società, società partecipate, se non addirittura controllate, mediante conferimento e, dunque, in forza di decisioni rientranti esclusivamente nella loro competenza⁴⁹; limitazione statutaria ai poteri di rappresentanza la cui eventuale violazione potrebbe peraltro essere giudicata opponibile ai terzi soltanto alle condizioni previste, nei diversi tipi sociali, dalla normativa codicistica⁵⁰ e salve, in tali ipotesi, le norme sulla nullità e l'inefficacia del contratto di società⁵¹.

La lettura del sistema non pare, in effetti, impedire di arginare, in tal modo, la competenza decisionale degli amministratori perlomeno nelle s.r.l. e nelle società di persone, con riferimento alle quali, in particolare a seguito della novellazione degli artt. 2257 e 2475 c.c. operata dal d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, sembra di dover ritenere che, con la sola eccezione delle ipotesi previste da tali disposizioni e dalle ulteriori norme che attribuiscono una competenza decisionale esclusiva ai componenti dell'organo amministrativo, lo statuto possa attribuire ai soci competenze di ordine gestionale in tutti i settori dell'agire sociale.

⁴⁹ E ciò, a differenza di quanto può accadere in assenza della previsione *de qua*, essendo allora liberi gli amministratori di scegliere fra l'uno e l'altro degli schemi normativi in parola.

⁵⁰ E v., quanto alle s.s., l'art. 2266, terzo comma, c.c. (da cui, generalmente, si desume che le limitazioni originarie ai poteri di rappresentanza degli amministratori sono opponibili ai terzi, senza che trovi applicazione la disciplina di cui all'art. 1396 – opponibilità ai terzi dei limiti portati a loro conoscenza con mezzi idonei o di cui si provi la conoscenza – richiamata solo per le modificazioni e l'estinzione di detti poteri); quanto alle s.n.c. e alle s.a.s. irregolari, l'art. 2297 c.c. (a norma del quale le limitazione *de quibus* non sono opponibili ai terzi, se non si prova la loro conoscenza); quanto alle s.n.c. e alle s.a.s. regolari, l'art. 2298 c.c. (per cui sono opponibili le sole limitazioni iscritte al registro delle imprese o di cui si provi la *scientia* in capo ai terzi); quanto alle società di capitali e alle società cooperative, l'art. 2384 c.c. (a norma del quale, come noto, le limitazioni statutarie ai poteri degli amministratori, anche se pubblicate nel registro delle imprese, non sono opponibili ai terzi, salvo si provi che questi ultimi abbiano agito intenzionalmente a danno della società).

⁵¹ Il problema si pone, in particolare, per le società di capitali, in cui, come noto, le preclusioni alla declaratoria di invalidità delle società e dei loro atti costitutivi (cfr. l'art. 2332 c.c.), oltre che delle delibere di aumento del capitale sociale (e v. l'art. 2379-ter c.c.), impediscono – secondo l'opinione più convincente – di travolgere le relative operazioni anche mediante declaratoria di inefficacia, secondo quanto dovrebbe avvenire nei casi le stesse siano poste in essere in violazione delle norme di cui alla nota che precede.

Ove, d'altra parte, si accetti l'idea che agli amministratori possa essere statutariamente vietato di costituire società mediante scorporo (ed è l'ipotesi opposta a quella considerata nel testo; ipotesi, peraltro, improbabile, in un sistema nel quale i soci hanno comunque la possibilità di impedire l'operazione di volta in volta, mediante adozione di una decisione assembleare di contenuto negativo), si pone non solo il problema di verificare se vi siano terzi a cui riferire le norme di cui alla nota precedente (il che, nello schema-base dell'operazione, parrebbe da escludere, essendo la beneficiaria una società di nuova costituzione, ad opera della sola società scissa), ma ancor prima il problema di comprendere se l'art. 2504-*quater* c.c., impedendo che la scissione possa venire dichiarata invalida, consente comunque di dichiararla inefficace (e v., al riguardo, in senso negativo G. GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni*, (nt. 34), 292).

Più complessa la questione in relazione alle s.p.a., nelle quali, come noto, vige il principio di cui all'art. 2380-*bis* c.c., a norma del quale la gestione dell'impresa sociale spetta in via esclusiva agli amministratori.

Anche in tal caso, in effetti, vi sono argomenti che depongono a sostegno della possibilità di imporre all'organo amministrativo che intenda dare vita a società partecipate, se non addirittura controllate, di seguire la procedura di cui all'art. 2506.1 c.c.

Da un lato, infatti, i dati normativi dimostrano che anche nelle s.p.a., sia pure in alcune specifiche circostanze⁵², la legge attribuisce ai soci la competenza a decidere atti di gestione; d'altro lato, la portata degli artt. 2380-*bis* e 2364, n. 5, c.c. non esclude testualmente che agli amministratori possa essere precluso decidere in via esclusiva determinate operazioni, ove le stesse possano essere realizzate, *ex lege*, col concorso decisivo della volontà dei soci; ed invero una previsione statutaria quale quella ipotizzata finirebbe, semplicemente, per imporre l'adozione di una delle due procedure alternative attraverso le quali la società può costituire altre società e non precluderebbe agli amministratori la possibilità di giocare un ruolo decisivo nell'operazione, ben potendo gli stessi astenersi dal porla in essere semplicemente evitando di deliberare la presentazione all'assemblea del progetto di scissione.

Tuttavia, sembra più convincente ritenere che la clausola dello statuto di cui si è ipotizzata l'adozione debba essere considerata invalida.

Dal coordinamento fra i citati artt. 2380-*bis* e 2364, n. 5, c.c. sembra, infatti, potersi desumere che, all'interno delle società per azioni, gli amministratori non solo devono avere un ruolo decisivo nelle operazioni gestionali, ma devono anche mantenere, al riguardo, una competenza decisionale esclusiva per tutto l'arco temporale che intercorre fra la data in cui dette operazioni vengono consegnate e la data in cui le stesse devono essere poste in esecuzione; tanto che il legislatore, a partire dall'1 gennaio 2004, ha al più consentito che i poteri dell'organo di gestione siano limitati nel senso che una determinata operazione non possa essere realizzata se non con il consenso dei soci, ma fermo restando che detto organo, una volta autorizzato dall'assemblea, ha sempre la possibilità di astenersi dal porla in essere.

Ove invece si potesse escludere statutariamente la costituzione di società con-

⁵² E v., in particolare, gli artt. 2361, secondo comma, c.c. (e sempre che si acceda all'idea per cui detta disposizione configura un'ipotesi di competenza decisionale dei soci e non si limita a imporre, nelle fattispecie ivi previste, una delibera autorizzativa dell'assemblea: e v. A. BARTALENA, *La partecipazione di società di capitali in società di persone*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Torino, Utet Giuridica, 2007, 110; in senso contrario, tuttavia, fra gli altri, V. DONATIVI, *sub art. 2361*, in *La riforma delle società*, I, a cura di M. SANDULLI, V. SANTORO, Torino, Giappichelli, 2003, 227; A. MIRONE, *sub art. 2361*, in *Società di capitali*. Commentario a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 417) e 2487 c.c.

trollate, o anche solo partecipate, mediante conferimento, si finirebbe per consentire il perfezionamento di dette operazioni secondo un iter procedimentale tale da escludere la possibilità, per i componenti dell'organo amministrativo, di astenersi dall'eseguirle una volta deliberato il progetto di scissione; momento a partire dal quale – perlomeno se si acceda all'idea per cui la stipula dell'atto di scissione, a seguito della delibera assembleare di approvazione del relativo progetto, rappresenta un atto dovuto – gli amministratori sarebbero vincolati alla volontà dell'organo assembleare.

È dunque preferibile ritenere che, nelle società per azioni, l'opzione per la costituzione di società controllate, o anche solo partecipate, mediante conferimento ovvero mediante scissione debba rimanere un'alternativa a disposizione degli amministratori, senza che i soci possano aprioristicamente limitarne i poteri decisionali imponendo loro di avvalersi dello schema negoziale di cui all'art. 2506.1 c.c.

Benvenuto Stracca: l'uomo e il giurista In occasione della riedizione del *Tractatus de mercatura*

Benvenuto Stracca: the Man and the Jurist On the occasion of the reprint of the Tractatus de mercatura

Stefania Gialdroni *

ABSTRACT:

L'articolo ripercorre la biografia del giurista Benvenuto Stracca (1509-1578), noto alla comunità scientifica internazionale come il "padre della scienza commercialistica" per aver pubblicato, nel 1553, il *Tractatus de mercatura seu mercatore*, la prima opera dedicata al diritto commerciale come disciplina autonoma.

Il profilo del celebre giurista anconetano viene tracciato attraverso una disamina dei diversi contributi che, nel corso di più di centotrentacinque anni, hanno analizzato la vita e le opere dello Stracca, incluse recentissime ricerche d'archivio che hanno riportato alla luce documenti a lungo ritenuti persi.

Ne emerge la figura di un giurista straordinariamente innovativo nella scelta di dare dignità scientifica ad una branca del diritto fino ad allora relegata ai margini del diritto civile ma al contempo ancora profondamente legato alla tradizione del diritto comune romano-canonico.

This article traces the biography of jurist Benvenuto Stracca (1509-1578), known to the international scientific community as the "father of commercial law doctrine" for having published, in 1553, the Tractatus de mercatura seu mercatore, the first work devoted to commercial law as an autonomous discipline.

* Professoressa ordinaria di storia del diritto medievale e moderno, Università degli Studi di Padova; e-mail: stefania.gialdroni@unipd.it.

Lo scritto riproduce il testo del contributo destinato al Commentario introduttivo al *Tractatus de mercatura* di Benvenuto Stracca, nella riproduzione della prima edizione veneziana del 1553 (a cura di M. CIAN, Torino, Giappichelli, 2023).

La ricerca originale alla base di questo saggio è stata condotta grazie ad un finanziamento dello European Research Council: ERC CoG MICOLL – *Migrating Commercial Law and Language. Re-thinking Lex Mercatoria (11th-17th Cent.)*, 2021-2026, Grant Agreement n. 101002084.

The profile of the famous jurist from Ancona is traced through an examination of the various contributions that, over the course of more than one hundred and thirty-five years, have analysed Stracca's life and works, including very recent archive research that has brought to light documents long believed to be lost.

What emerges is the figure of a jurist who was extraordinarily innovative in his decision to give scientific dignity to a branch of law that, until then, had been relegated to the margins of civil law, but was, at the same time, still profoundly linked to the tradition of the Roman-Canon ius commune.

SOMMARIO:

1. Introduzione: un “vivido raggio”? – 2. L'uomo. – 3. Il giurista. – 4. Conclusione: un uomo e un giurista del suo tempo.

1. Introduzione: un “vivido raggio”?

Punto di partenza imprescindibile per qualunque studio sulla vita di Benvenuto Stracca è ancora, dopo più di centotrentacinque anni, il volume a lui dedicato da Luigi Franchi, all'epoca professore di diritto commerciale presso l'Università di Macerata, il quale si stupiva del fatto che nessuno fino a quel momento si fosse curato di evocare la «bellissima [figura] di Benvenuto Stracca, al quale il diritto commerciale riconosce indubbiamente la propria paternità scientifica»¹. Non sorprende quindi che i numerosi contributi che hanno ripercorso la biografia del giurista anconetano, molti dei quali di taglio enciclopedico, citino Franchi senza eccezione². Il professore non dissimulava il suo entusiasmo. Stracca era per lui un

¹ L. FRANCHI, *Benvenuto Stracca: giureconsulto anconitano del secolo XVI, note bio-bibliografiche*, Roma, E. Loescher, 1888, 1. L'opera è stata ristampata a Firenze dall'editore Gozzini nel 1975.

² M. CHIAUDANO, voce *Stracca Benvenuto*, in *Noviss. dig. it.*, XVIII, Torino, Utet, 1971, 468 ss.; J. FAJARDO, voce *Benvenuto Stracca (Benvenutus Straccha) (1509-1578)*, in *Juristas Universales, II, Juristas modernos. Siglos XVI al XVIII: de Zasio a Savigny*, a cura di R. DOMINGO, Madrid-Barcelona, Marcial Pons, 2004, 191 ss.; V. PIERGIOVANNI, voce *Stracca, Benvenuto (Ancona, 1509-ivi, 1578)*, in *Dizionario biografico dei giuristi italiani (XII-XX secolo)*, diretto da I. BIROCCHI, E. CORTESE, A. MATTONE, M.N. MILETTI, II, Bologna, Il Mulino, 2013, 1920 ss.; S. GIALDRONI, *Tratatus de mercatura seu mercatore (Treatise on Commerce or on the Merchant)*, in *The Formation and Transmission of Western Legal Culture. 150 Books that Made the Law in the Age of Printing*, ed. by S. DAUCHY, G. MARTYN, A. MUSSON, H. PIHLAJAMÄKI, A. WIJFFELS, Cham, Springer International Publishing, 2016, 96 ss.; A. LEGNANI ANNICHINI, voce *Stracca, Benvenuto*, in *Dizionario biografico degli italiani*, 94, Roma, Istituto della Enciclopedia Treccani, 2019, 286 ss. Già nel 1909 Alessandro Lattes, nel suo contributo sulla *Rivista di diritto commerciale* volto a celebrare il centenario della nascita del “primo commercialista italiano”, riconosceva che ben poco si poteva aggiungere alle ricerche di Franchi, decidendo quindi di concentrarsi sull'opera del nostro Autore anziché

«uomo geniale», un «vivido raggio», un erudito che «con ispirazione degna del meraviglioso cinquecento in cui visse, riunì e compose insieme, dietro perfette linee sistematiche, un corpo di dottrina fino a lui sparsa in innumerevoli volumi di *commentaria* e *consilia*»³, un giurista che «per lo spazio di quasi quarant'anni [fu] uno dei più segnalati, se non forse il più segnalato, fra i cittadini della sua patria»⁴. La grande mole di informazioni raccolte da Franchi negli archivi di Ancona, sia notarile che comunale, sembra avere per molto tempo scoraggiato ulteriori approfondimenti. Chi si è cimentato nell'impresa di avvicinare «il padre della scienza commercialistica» lo ha fatto solitamente per commentare la sua opera più importante, il celebre trattato *De mercatura seu mercatore*, pubblicato per la prima volta a Venezia nel 1553, talvolta ribaltandone completamente l'immagine luminosa diffusa dalla storiografia più risalente (prevalentemente italiana).

Così, ad esempio, nel 2005, Charles Donahue Jr., storico del diritto della Harvard Law School, si interrogava sull'esistenza di una *lex mercatoria*, ovvero di un diritto consuetudinario proprio dei mercanti, transnazionale e uniforme, utilizzando proprio il più fortunato dei trattati di Stracca⁵. Nell'analizzare l'opera in modo molto approfondito, ne rivelava la complessità, smontando uno degli assunti più diffusi sul *De mercatura*. Che si tratti, cioè, della prima opera «sistematica» dedicata al diritto commerciale. Di sistematico, in effetti, secondo Donahue, c'era ben poco, dal momento che il trattato appariva piuttosto il risultato dell'unione di più opere brevi relative al diritto applicabile ai mercanti⁶. Né lo stile si poteva definire limpido. O meglio, per comprendere Stracca, scriveva Donahue, sarebbe necessario avere a disposizione un'eccellente biblioteca di diritto comune perché le citazioni e i riferimenti incrociati sono tali e tanti che senza leggere le fonti a cui l'Autore si riferiva, secondo un sistema di citazioni tipico di un giurista del XVI

sulla biografia: A. LATTES, *Lo Stracca giureconsulto*, in *Riv. dir. comm.*, 1909, I, 624 ss. Tenzialmente questa è anche l'impostazione degli articoli più approfonditi e recenti, come nel caso di: L. BRUNORI, *Benvenuto Stracca: abogado y fundador del derecho comercial "científico" (1509-1578)*, in *Historia del derecho y abogacía. Seminario Internacional. Histoire du droit et de la profession d'avocat. Séminaire International*, 2020, reperibile in <https://hal.science/hal-03099743/document>, e G.S. PENE VIDARI, *La giustificazione della "mercatura" e l'inserimento del diritto dei mercanti nel diritto comune da parte di Benvenuto Stracca*, in *Riv. di storia del dir. it.*, 2020, XCIII, 9 ss. Un'eccezione è costituita da: A. MORDENTI, *I giuristi e la nascita del mondo moderno. Benvenuto Stracca anconitano*, in *Quaderni storici delle Marche*, 1966, 1, 236 ss. Tra i contributi più recenti non si può non citare il volume collettaneo *Benvenuto Stracca. Ex antiquitate renascor*, Atti del convegno di Ancona 22 febbraio 2013, Ancona, Gabbiano, 2014, con contributi, tra gli altri, di V. Piergiovanni e G.S. Pene Vidari.

³ L. FRANCHI, (nt. 1), 2.

⁴ *Ivi*, 28.

⁵ C. DONAHUE Jr., *Benvenuto Stracca's De Mercatura: Was There a Lex mercatoria in Sixteenth-Century Italy?*, in *From lex mercatoria to commercial law*, a cura di V. PIERGIOVANNI, Berlin, Duncker & Humblot, 2005, 69 ss.

⁶ *Ivi*, 80.

secolo, l'opera risulta assolutamente incomprensibile. Si interrogava dunque sul suo successo. Nonostante Stracca avesse aggiunto un tocco umanistico al suo trattato (*some humanist overlay*), il *De mercatura* si basava su una consolidata tradizione di *mos italicus*, il sistema cioè del diritto comune romano-canonico, limitandosi a raccogliere materiale “trito e ritrito” (*well-worn*) e arrivando a conclusioni anch'esse “trite e ritrite”⁷. Per non parlare degli errori che non si sapeva se attribuire all'Autore o allo stampatore (o a entrambi). Donahue arrivava dunque alla conclusione che il successo dell'opera doveva ricondursi ad una caratteristica già annoverata tra i suoi difetti, ovvero il grande numero di fonti citate. Il trattato costituiva infatti un *vademecum* nell'esorbitante mole delle fonti giuridiche dell'epoca per coloro che erano interessati agli affari dei mercanti. E da questo punto di vista era un'opera utile, che rispondeva alle esigenze dei suoi acquirenti: *a guide to the sources from the point of view of merchants' cases and mercantile courts*⁸. Quanto alla questione di un qualche riferimento, nell'opera di Stracca, ad una supposta *lex mercatoria*, la conclusione era che non ve n'era alcuno, essendo Stracca in tutto e per tutto un giurista di diritto comune.

Qualche anno più tardi, Vito Piergiovanni, che allo studio della storia del diritto commerciale ha consacrato la sua intera carriera accademica, proponeva, all'interno di un volume sulle relazioni tra *ius commune* e diritto inglese⁹, un interessante paragone tra due delle più celebri opere dedicate alla mercatura in età moderna, affiancando al trattato di Stracca il *Consuetudo, vel, Lex Mercatoria: or, the Ancient Law-Merchant* (London, 1622) del mercante Gerard Malynes, di origine fiamminga ma attivo nella Londra elisabettiana e giacobina¹⁰. Piergiovanni individuava l'elemento comune nel voler sottolineare il ruolo e l'importanza dei mercanti nella società e, più precisamente, nel riconoscere l'emergere di una nuova classe sociale. Era inoltre evidente in entrambi la convinzione che le cause mercantili dovessero essere decise velocemente, sulla base dell'equità, evitando le lungaggini e le sottigliezze dei processi ordinari. Molte però le differenze: da un lato un mercante, dall'altro un giurista; da un lato il contesto giuridico del *com-*

⁷ *Ivi*, 106.

⁸ *Ibidem*.

⁹ V. PIERGIOVANNI, *Il diritto dei mercanti e la dottrina giuridica in età moderna. Considerazioni comparative tra Benvenuto Stracca e Gerard Malynes*, in *Relations between the ius commune and English law*, a cura di R.H. HELMHOLZ, V. PIERGIOVANNI, Soveria Mannelli, Rubbettino, 2009, 185 ss., poi ripubblicato in *Atti della Società Ligure di Storia Patria, nuova serie*, LII/1-2, 2012, 1315 ss., disponibile online. In realtà Piergiovanni prendeva in considerazione anche il *Tractatus solemniss de constituto* del commentatore Baldo degli Ubaldi, le *Decisiones de mercatura* della Rota civile di Genova e il *Tractatus de assecurationibus et sponsonibus mercatorum* di Pedro de Santarém, sui quali vedi *infra*, par. 4.

¹⁰ Sul trattato di Malynes si veda ad es.: S. GIALDRONI, *Gerard Malynes e la questione della lex mercatoria*, in *Zeitschrift der Savigny-Stiftung für Rechtsgeschichte (ZSS)*, Germ. Abt., 2009, 126, 38 ss.

mon law basato sul precedente giurisprudenziale, dall'altro un sistema di *ius commune* romano-canonico fortemente radicato ma al contempo messo alla prova dall'analisi storico-filologica delle fonti tipica della cultura umanistica (un fenomeno certamente estraneo alla sensibilità di Malynes); da un lato un'insistenza quasi ossessiva sull'importanza delle consuetudini mercantili, definite da Malynes universali, eterne e immutabili, dall'altra un'interpretazione del diritto dei mercanti in cui le consuetudini giocavano un ruolo decisamente residuale. Il tutto in contesti politico-giuridico-economici completamente diversi.

In sintesi: molto è stato scritto sull'opera di Stracca (solitamente a favore, qualche volta contro), ma solo recentemente, grazie alla scoperta, nell'Archivio di Stato di Bologna, dei verbali dell'esame di laurea *in utroque iure* sostenuto da Stracca presso l'*Alma Mater Studiorum*¹¹, è stato finalmente possibile, dopo più di cento anni, attingere ad informazioni inedite sia sulla vita dell'uomo che sul profilo del giurista.

2. L'uomo.

Benvenuto Stracca nacque nel 1509 ad Ancona, in una famiglia di recente nobiltà, arricchitasi grazie all'attività mercantile e al notariato. Una nobiltà che il nostro Autore non mancò di ribadire nei titoli delle sue opere, dove compare sempre l'appellativo di *Patritius anconitanus*.

La prima menzione di uno Stracca nei documenti anconetani risale al 1391, da cui risulta una provenienza da Foligno e nessun richiamo alla nobiltà¹². Questa dovette essere acquisita dal nonno, se non addirittura dal padre Anton Giacomo Stracca¹³ che, con la moglie Fiordalisa (della quale conosciamo solo il nome di battesimo) ebbe altri quattro figli dopo Benvenuto, dei quali uno solo, Girolamo, divenne notaio come il padre. Nicolò fu invece procuratore, Giovanni mercante e

¹¹ A. LEGNANI ANNICHINI, *Una laurea in esilio. Benvenuto Stracca e i suoi maestri*, in *Annali di storia delle università italiane*, 2021, 2, 223 ss.

¹² L. FRANCHI, (nt. 1), 7 ss. Secondo la ricostruzione di Luigi Franchi, la famiglia visse un momento di difficoltà finanziaria dopo la morte del bisnonno di Benvenuto, Francesco, nel 1420 ca. La vedova, Nicolosa, venne infatti "inabilitata" dal Comune su richiesta dei figli in quanto aveva dissipato il patrimonio familiare mentre questi erano assenti da Ancona a causa delle loro attività commerciali, che svolgevano (pare) soprattutto con Venezia. A porre le basi della ricchezza della famiglia sarebbe stato invece un Anton Giacomo, zio del padre del nostro Autore, con il quale condivideva non solo il nome ma anche la professione di notaio.

¹³ Alessia Legnani Annichini ha recentemente sottolineato che dai verbali dell'esame di laurea del figlio il nome risulta essere Giovanni Giacomo, ma deve trattarsi dell'errore di un copista: A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 11), 225. È lo stesso Benvenuto infatti a chiamare Anton Giacomo il padre mentre ne tesse le lodi nella prefazione del suo trattato sulle assicurazioni: *Parens (...) meus Antonius Jacobus, vir (nisi me pietas fallit) bene doctus et esperiens (...)*: L. FRANCHI, (nt. 1), 17.

Bernardino ecclesiastico¹⁴. Benvenuto per primo venne indirizzato agli studi giuridici ma non prima di avergli assicurato una buona formazione umanistica.

Siamo negli anni del pieno sviluppo dell'umanesimo giuridico, quando ormai da diversi decenni il metodo dei commentatori, basato sulla ricerca della *ratio* della norma e sull'uso dell'*argumentum ab auctoritate* per porre un argine alle derive del ragionamento analogico, era stato messo in discussione dagli umanisti. L'umanesimo, infatti, con il suo approccio storico-filologico alle fonti, finì col travolgere anche il campo del diritto, mettendo in discussione testi o, spesso, singole parole su cui generazioni di giuristi si erano arrovelate fin dalla fondazione della Scuola di Bologna. Essendo proprio gli umanisti, nel XV e XVI secolo, a formare i rampolli delle famiglie notabili destinati agli studi giuridici, molti giuristi furono umanisti essi stessi. Il metodo però non fiorì in Italia, dove pure nacquero alcuni dei suoi più celebri fautori, bensì in Francia (*mos gallicus iura docendi*). L'Italia rimase tenacemente ancorata al metodo sviluppato dai commentatori, il cosiddetto *mos italicus iura docendi*. Stracca, lo vedremo, fu senza dubbio un conservatore, fedele al "bartolismo", ma l'influenza del suo istitutore, l'umanista Ambrogio Nicandro, lasciò delle tracce importanti nella sua opera. Certamente una sensibilità per la cultura classica e per la storia ma forse anche (azzardiamo) un'apertura mentale che lo portò a sperimentare la trattazione di un ambito del diritto fondamentalmente "snobbato" dai civilisti: il diritto dei mercanti.

A istruirlo fu dunque Ambrogio Nicandro, latinista di fama, originario di Toledo ma giunto giovane a Firenze (dove ricevette da Lorenzo de' Medici l'incarico di insegnare pubblicamente le "umane lettere"¹⁵) che, perso ogni avere nel sacco di Roma del 1527, finì ad Ancona dove si mantenne, suo malgrado, facendo l'insegnante. Ma se il ruolo di istitutore gli andava forse stretto, certo è che con Benvenuto, allora diciottenne, si instaurò una solida amicizia destinata a durare nel tempo. L'impronta umanistica lasciata da Nicandro risulta piuttosto evidente nell'opera di Stracca, il quale citava con disinvoltura gli autori classici, in particolare Cicerone e Virgilio, ma anche i giuristi-umanisti della sua generazione e di quella immediatamente precedente¹⁶. E fu Stracca stesso che, nel 1532, pubblicò i carmi latini del maestro.

Nello stesso anno la sua vita venne stravolta, insieme a quella della sua città. Tra il 19 e il 20 settembre 1532, infatti, Ancona fu invasa dalle truppe di Clemente VII e assoggettata al potere pontificio. La città perse ogni autonomia, il palazzo comunale venne spogliato, l'archivio pubblico distrutto. Cinque nobili cittadini

¹⁴ A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 2), 286.

¹⁵ Per le informazioni sulla vita di Benvenuto Stracca contenute in questo paragrafo si veda soprattutto: L. FRANCHI, (nt. 1), 18 ss.

¹⁶ A. BARBAGLI, *Giuristi moderni tra fedeltà al mos italicus e suggestioni culte. Le citazioni umanistiche nel trattato De mercatura di Benvenuto Stracca (1553)*, in *Historia et Ius*, 2019, 15, par. 4, reperibile in http://www.historiaetius.eu/uploads/5/9/4/8/5948821/barbagli_15.pdf.

trovarono la morte, altri settanta circa vennero esiliati nei luoghi più disparati: a Bologna, Venezia, Piombino, Norcia, altri luoghi della Marca e (pare) addirittura a Costantinopoli. Tra tali nobili c'erano anche Anton Giacomo e suo figlio Benvenuto, i quali furono con altri esiliati a Bologna. Gli esuli furono riammessi in città in tempi piuttosto brevi ma il nostro Autore, come vedremo, si fermò a Bologna, dove si addottorò in diritto civile e canonico per poi intraprendere, ormai quasi trentenne, una carriera politico-amministrativa inarrestabile.

Come era consuetudine per i nobili gentiluomini addottorati in legge, si orientò inizialmente verso la carriera podestarile. Nel 1539-40 svolse infatti la funzione di podestà (o meglio *vicepotestas*) ad Ascoli, ma tornò poi subito ad Ancona, dove presto cominciò ad alternare agli incarichi pubblici l'attività di avvocato. Proprio nel 1539 Paolo III concesse (almeno formalmente) al Comune di Ancona la reintegrazione in tutti i suoi diritti¹⁷. Alla morte del padre (maggio 1542), Benvenuto venne quindi ammesso al *Consilium generale* della città, anche se non era coniu-gato, come era richiesto dai capitoli papali che riprendevano in questo il vecchio statuto (si sposò solo nel 1544, con Minerva Migliorati, dalla quale non ebbe figli). L'ostacolo venne superato grazie all'intervento in suo favore del cardinale Rodolfo Pio da Carpi e anzi Benvenuto venne ammesso non solo al Consiglio generale, ma anche all'Anzianato del bossolo maggiore e alla Regolaria, sebbene non avesse ancora l'età richiesta¹⁸. A trentatré anni, dunque, il nostro Autore cominciò davvero la sua carriera nell'amministrazione cittadina, alla quale partecipò attivamente fino alla morte, che lo colse ad Ancona nel 1578. Svolse missioni diplomatiche e diventò, tra le altre cose, sindacatore, "avvocato de la comunità", *advocatus carceratorum* e priore del Collegio dei Dottori (dal 1562).

Queste attività non gli impedirono, come sappiamo, di dedicarsi alla scrittura: nel 1553 vide la luce, come già detto, il *De mercatura*. Seguirono il *De proxenetis, et proxeneticis tractatus* (1558), sui sensali, il *De assecurationibus* e il *De adiecto tractatus* (entrambi del 1569), incentrato il primo su una polizza usata dai mercanti di Ancona e il secondo sul tema del soggetto legittimato a ricevere il pagamento per conto del creditore, e infine le *Annotationes in Responsa Cravettae* (forse del 1575 ma pubblicato nel 1580), che esula dal tema dello *ius mercatorum*.

Volendo tentare di descrivere l'indole del nostro Autore, la si può definire moderata e conservatrice, come risulta evidente dai suoi rapporti con il potere pontificio, così descritti da Franchi: «(...) doveva vedere la necessità storica di una simile intera soggezione, in quel tempo di continue incursioni turchesche, e d'ingrandimento degli stati maggiori a danno dei piccoli, per cui sembrava difficile resistere efficacemente a una repubblica non potentissima, com'era l'anconi-

¹⁷ Bolla del 10 marzo 1539.

¹⁸ L. FRANCHI, (nt. 1), 37.

tana, e più conveniente cedere colle buone e assicurarsi benignità e privilegi, di quel che resistere armati (...) e incorrer nell'ira e nella vendetta del papa»¹⁹.

3. Il giurista.

La scoperta, nell'Archivio di Stato di Bologna, dei verbali dell'esame di laurea in diritto civile e canonico di Benvenuto Stracca²⁰, ha permesso di gettare nuova luce sulla formazione del giurista, portando anche ad anticipare la data dell'esame al 30 aprile 1537, laddove la storiografia aveva ipotizzato, per oltre un secolo, che l'anno fosse il 1538, stando all'ordinaria durata degli studi giuridici che si sapeva intrapresi all'epoca del forzato trasferimento a Bologna dovuto ai drammatici eventi del 1532²¹. Documenti che pure Luigi Franchi aveva cercato ma senza successo, specificando di essersi recato a Bologna «per avere prove anche più positive e dirette dell'alunnato e della presenza dello Stracca» e ricevendo «dalla cortesia del chiar. Direttore di quell'Archivio di Stato, comm. Malagola, assicurazione non esservi nulla che vi si riferisca»²².

Dell'anno 1537, purtroppo, mancano però dall'Archivio di Stato i *Libri segreti*, dai quali si sarebbe potuto evincere su quali argomenti lo Stracca era stato esaminato, come aveva risposto alle domande e altri particolari che ci avrebbero potuto aiutare a capire le inclinazioni del giovane giurista e magari riscontrare un precoce interesse per lo *ius mercatorum*. Le fonti a nostra disposizione si limitano quindi agli Atti del collegio di diritto civile e agli Atti del collegio di diritto canonico. Grazie ad essi, sono comunque molte le informazioni che la storiografia ha

¹⁹ Ivi, 36.

²⁰ ASBo, *Atti del collegio di diritto civile*, 28 (1501-1539), c. 176v e ASBo, *Atti del collegio di diritto canonico*, 23 (1524-1537), c. 263v, trascritti in appendice a: A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 11), 236 s. La scoperta si deve agli studi di Maria Teresa Guerrini sui laureati in diritto dello Studio bolognese in età moderna: M.T. GUERRINI, «*Qui voluerit in iure promoveri*». I dottori in diritto nello Studio di Bologna (1501-1796), Bologna, CLUEB, 2005, 162. Una notizia passata inizialmente inosservata tra la grande mole dei documenti raccolti da Guerrini. A dare il giusto rilievo ad una scoperta che arricchisce non poco la nostra conoscenza dello Stracca, sono stati, nel 2013, tre archivisti dell'Archivio di Stato di Ancona: C. GIACOMINI, G. GIUBBINI, G. STURBA, *Nuovi documenti su Benvenuto Stracca*, in *Notiziario del porto di Ancona*, 2013, 13, 15 ss., cit. in A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 11), 224, nt. 6. Un passaggio di consegne descritto da Alessia Legnani Annichini che nel suo contributo, più volte richiamato, ha analizzato i verbali di laurea nello specifico contesto storico-giuridico dell'*iter studiorum* bolognese in età moderna, con particolare riguardo alla scelta dei *doctores* chiamati a presentare ed esaminare lo Stracca.

²¹ L. FRANCHI, (nt. 1), 25 ss. È bene notare però che, stando agli statuti delle università e dei collegi bolognesi, si richiedevano otto anni di frequenza per addottorarsi in diritto civile e sei per addottorarsi in diritto canonico, che potevano essere abbreviati rispettivamente a sette e quattro nel caso si fossero seguiti i corsi di entrambi i diritti: A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 11), 226, nt. 17.

²² L. FRANCHI, (nt. 1), 26, nt. 1.

saputo ricavare: dalle speciali dispense necessarie a sostenere l'esame in anticipo e in *loco pauperis*, cioè nella sacrestia della cattedrale di San Pietro per limitare i costi, alla composizione della commissione d'esame.

Le due dispense che gli vennero concesse vanno ricondotte, con ogni probabilità, alla difficile condizione economica della famiglia a seguito dell'esilio. Addottorarsi in anticipo significava iniziare quanto prima la carriera forense e sostenere l'esame pubblico nella sacrestia comportava certamente un risparmio notevole.

I nomi dei professori che più lo influenzarono sono noti: Ugo Boncompagni, futuro papa Gregorio XIII, a cui Stracca dedicò due opere (il *Tractatus de assecurationibus*, e le *Annotationes in Responsa Cravettae*), Lodovico Gozzadini, civilista bolognese, autore di celebri *consilia*, Agostino Berò, docente di diritto civile e canonico presso lo *Studium* felsineo per quasi cinquant'anni, e infine Pier Paolo Parisio, canonista e civilista, professore a Padova e a Bologna, nominato uditore generale delle cause in Camera apostolica in quello stesso 1537, vescovo di Nusco l'anno successivo e infine cardinale, anche lui autore di *consilia* che molto furono utilizzati dal nostro Autore. Quando arrivò il momento di addottorarsi, però, Boncompagni era solo soprannumerario e non ancora dottore collegiato, Gozzadini era morto († 1536) e Parisio aveva già lasciato lo *Studium* bolognese per dedicarsi alla carriera ecclesiastica. Stracca scelse dunque Agostino Berò e Andrea Angelelli come promotori per entrambi gli esami, maestri prediletti che avrebbero dovuto aiutarlo nella preparazione della temuta prova finale. Normalmente erano due ma, in casi eccezionali, il rettore poteva consentire che fossero tre, ad esempio se il candidato era nobile, ricco o «impegnato in un ufficio che comportava un grande onore»²³. Se i primi due furono promotori sia per l'esame di diritto civile che per quello di diritto canonico, Stracca scelse Girolamo Grati come terzo promotore di diritto civile e Paolo Pini come terzo promotore di diritto canonico.

Il dottorato venne dunque conseguito in entrambe le discipline lo stesso giorno, il 30 aprile 1537, davanti ad una commissione presieduta dall'arcidiacono della cattedrale Tommaso Campeggi, vescovo di Feltre e giurista, coadiuvato dal vicario Giovanni Ludovico Bovio, dottore *in utroque* e docente di *ius civile* a Bologna.

Alessia Legnani Annichini ha sottolineato come alcuni dei giuristi sopraccitati furono anche giudici della Mercanzia di Bologna, cioè del tribunale che era competente per dirimere le controversie di natura commerciale, ipotizzando che la scelta di tali promotori non fosse casuale ma dovuta ad una particolare inclinazione e ad un interesse familiare per i traffici mercantili. In particolare Berò, Angelelli e Pini ricoprirono più volte la carica di giudice del Foro dei mercanti cittadino mentre Grati fu sindaco della Gabella grossa, cioè dell'ufficio preposto alla riscossione dei

²³ A. LEGNANI ANNICHINI, (nt. 11), 231.

dazi sulle merci di importazione ed esportazione (carica ricoperta anche da Angelelli e Pini)²⁴. Per quanto riguarda l'elenco dei giuristi chiamati ad esaminare il giovane anconetano, si rimanda al saggio di Legnani Annichini "Una laurea in esilio" più volte citato. Basti qui sottolineare che tutti svolsero l'ufficio di sindaco della Gabella grossa e ben sette furono giudici del Foro dei mercanti cittadino. Una circostanza giustificata dal fatto che, dal 1468, era stato stabilito che tale magistrato dovesse essere scelto tra i *legum doctores* del collegio bolognese di diritto civile, mentre già dal 1432 erano stati assegnati ai *doctores* bolognesi i «dazi della Gabella grossa, con il congiunto obbligo di mantenere il naviglio a garanzia del pagamento degli stipendi dei lettori»²⁵. Fatti che ridimensionano, ma non annullano, il peso della scelta di giuristi legati al mondo mercantile come promotori.

Tra la fine degli studi e la pubblicazione della sua opera più celebre passarono sedici anni. Benvenuto, quindi, aveva circa quarantaquattro anni ed era all'apice della sua carriera all'interno delle strutture politico-amministrative della città di Ancona quando pubblicò il *De mercatura*. Non stupisce pertanto che il trattato fosse dedicato al Consiglio anconetano e che mirasse, attraverso l'unione della disciplina del diritto mercantile e marittimo in un unico *corpus*, a migliorare i rapporti sociali, evitando liti e spese correlate.

Fu il maestro Ambrogio Nicandro a impreziosire l'opera con alcuni versi, lodando l'amico di sempre con un tocco di eleganza umanistica:

*Mercator, navis, decoctor, sponsio iura,
Quae sibi deposcunt, prompta libellus habet.
Haec olim a Iurisconsultis facta fuerunt,
Sparsa sed, et varijs mista voluminibus:
Quae modo digessit docta compage Venetus
Straccha, honor Anconae, et gloria rara fori.
Addidit, et multa antiquis ignota, suopte
Marte inventa, vetus quae sibi ius cupiat.
Ergo alijs iuris tam praestat vatibus ille,
Quam qui multorum munera solus obit*²⁶.

Nicandro sottolineava dunque come Benvenuto Stracca fosse stato il primo a riunire in un'unica opera argomenti già trattati dai giuristi (come la definizione di mercante, la disciplina della nave, il fallimento o le regole di garanzia), ma dispersi in vari volumi. Non solo. Stracca, onore di Ancona e gloria del foro, aveva anche aggiunto a tali nozioni molte "cose" antiche da lui stesso scoperte, fino ad allora rimaste sconosciute, compiendo quindi da solo il compito di molti.

²⁴ *Ivi*, 233.

²⁵ *Ivi*, 235.

²⁶ La citazione è tratta dall'edizione Lugduni, 1556.

4. Conclusione: un uomo e un giurista del suo tempo.

Un giurista addottorato *in utroque* a Bologna, perfettamente addentro alle dinamiche del diritto comune, che decide di trattare la materia commerciale nel suo complesso attribuendole una dignità pari a quella del diritto civile. Questo è l'autore del *De mercatura*, un'opera che doveva essere utile, certo, ma anche dotata. Un'opera che andava scritta in latino, la lingua del diritto. L'operazione di Stracca si distingue pertanto da quelle di altri giuristi che avevano scritto, prima di lui, trattati dedicati a singoli istituti (si pensi al *Tractatus solemnibus de constituto* di Baldo degli Ubaldi, al *De duobus fratribus* attribuito a Pietro degli Ubaldi o al *Tractatus de assecurationibus et sponsonibus* del portoghese Pedro de Santarém, spesso edito insieme al *De mercatura*)²⁷. L'opera più celebre di Stracca si proponeva infatti una trattazione complessiva del diritto commerciale e marittimo, seppure non così sistematica come spesso si è detto. Ma l'iniziativa di Stracca si distingueva anche da quelle dei mercanti che, prima di lui, avevano cercato di mettere, per così dire, ordine nel caos. Valga un esempio per tutti, quello del mercante ragusano Benedetto Cotrugli, che scrisse il suo *Libro dell'arte di mercatura* (meglio conosciuto come *Della mercatura e del mercante perfetto*) nel 1458, anche se l'opera venne pubblicata solo nel 1573²⁸. Un paragone è possibile perché Cotrugli studiò diritto a Bologna, pur non riuscendo ad addottorarsi: «(...) in sullo più bello dello nostro philosophare io fui rapito dello studio et ripiantato nella mercantia, la quale per necessità mi convenne sequire, et abandonare l'amenità e l'armonia dolce dello studio al quale ero totalmente dedito»²⁹.

Ma c'è di più. Cotrugli scrisse la sua opera a poco più di quarant'anni³⁰, all'incirca la stessa età di Stracca al momento della pubblicazione del *De mercatura*, e la impreziosì di moltissime citazioni di autori classici (a partire da Aristotele e Cicerone nel proemio). Esercitò a Venezia, Firenze, Barcellona, Aigues-Mortes e infine a Napoli, dove venne ammesso alla corte aragonese e frequentò

²⁷ Si veda: M. FORTUNATI, *Il De mercatura: struttura, contenuti e metodo*, in Benvenuto Stracca, *Tractatus de mercatura, sev mercatore*, a cura di M. CIAN, Torino, Giappichelli, 2023, 79 ss.

²⁸ Un ritardo di centoquindici anni che ha certamente influito sul testo, che è passato per varie mani dopo l'estinzione della famiglia dell'Autore. B. COTRUGLI, *Della mercatura et del mercante perfetto*, Vinegia, all'Elefanta, 1573; esistono diverse edizioni moderne, una a cura di Ugo Tucci (Venezia, Arsenale, 1990) e un'altra a cura di Vera Ribaud (Venezia, Edizioni Ca' Foscari, 2016). Quest'ultima è reperibile online. Nell'ambito dello stesso progetto che ha portato all'edizione critica curata da Ribaud, è stata pubblicata anche la prima traduzione inglese dell'opera: B. COTRUGLI, *The Book of the Art of Trade*, a cura di C. CARRARO, G. FAVERO, Cham, Springer International Publishing Palgrave Macmillan, 2017. Per questo saggio è stata utilizzata l'edizione di Tucci.

²⁹ B. COTRUGLI, *Il libro dell'arte di mercatura*, a cura di U. TUCCI, Venezia, Arsenale, 1990, Proemio, 134.

³⁰ La sua nascita viene fatta risalire da Tucci (*ivi*, 27) al 1416 circa, mentre la stesura del suo trattato dovrebbe risalire al 1458: *ivi*, 39.

un entourage umanistico di altissimo livello, ma ciò che in questo contesto più conta è sicuramente la formazione giuridica, seppure incompleta. Scrisse il suo trattato sulla base di una constatazione precisa ed esplicita: «(...) et dolsemi che questa arte tanto necessaria, tanto bisognosa et utile sia divenuta in mano delli indoti et indisciplinati homini, et governata senza modo, senza ordine, con abusione et senza leggie, et dalli savi posposta et pretermisa (...)»³¹.

Pertanto, già cento anni prima della pubblicazione dell'opera che viene comunemente considerata come la prima trattazione scientifica dedicata al diritto commerciale, un mercante, non digiuno di diritto, si doleva della confusione che regnava nell'ambito di un'arte tanto utile come quella della mercatura, degli abusi e dell'assenza di leggi, e dell'indifferenza dei "savii" ovvero, si potrebbe intendere, dei giuristi.

Eppure l'opera di Cotrugli era profondamente diversa. Non un trattato giuridico ma una sorta di manuale del perfetto mercante, una *summa* delle esperienze di un uomo navigato da lasciare ai posteri, da cui lo stile (dopo un esordio alquanto accademico) piuttosto conciliante, quasi didattico, mentre nella trattazione trovavano spazio regole morali e religiose³². Ecco come lo stesso Cotrugli descriveva il contenuto dell'opera: «(...) nel primo tracteremo della inventione, forma et qualità d'essa mercatura; nel secondo, del modo debbe osservare lo mercante circa la religione et lo culto divino; nel terzo, delli costumi del mercante circa le virtù morali et politiche; nel quarto et ultimo, del mercante et suo governo circa la casa et la famiglia et lo vivere economico»³³.

E infine la lingua: Cotrugli scelse il volgare, anche se di impronta piuttosto letteraria e verosimilmente più vicino al latino che alla lingua parlata dai mercanti del tempo. Fu una scelta alquanto sofferta ma l'unica possibile, riteneva il ragusano, perché la sua opera fosse veramente utile: «(...) mi parve che fussi necessario lo scrivere in quella lingua che fussi più commune et più intelligibile a mercanti, al'utilità de quali era ordinata l'opera nostra. Et per questa sola cagione mi rivolsi dal mio principale proposito dello scrivere in Latino et infine mi ridussi a scrivere in volgare, di che prendo scusa, perché lo fo, come è detto, per utilità de mercanti, benché l'opera non sia sì degna come sarebbe stata s'io l'avessi scripta in sermone Latino»³⁴.

Stracca riuscì a compiere un'impresa di cui si sentiva l'esigenza da tempo, ma per realizzare la quale erano necessarie delle qualità non comuni. Lui le possedeva tutte. Al contrario di Cotrugli, Stracca gli studi li concluse, non solo in diritto civile ma anche in diritto canonico, e a tempo di record. La sua era una famiglia

³¹ *Ivi*, Proemio, 134

³² *Ivi*, 40.

³³ *Ivi*, Proemio, 136.

³⁴ *Ivi*, 135.

nobile, inserita nell'ambiente del commercio, competente nel campo del diritto, con un ruolo di primo piano nelle dinamiche politico-amministrative della città. Benvenuto aveva dunque tutte le virtù necessarie per comporre un'opera che è rimasta giustamente famosa come una pietra miliare nella storia del diritto commerciale.

Charles Donahue Jr., con le sue considerazioni, pare non sia riuscito ad offuscare il “vivido raggio” descritto da Franchi anche se le “perfette linee sistematiche” di cui parlava quest'ultimo sono senza dubbio un'esagerazione. Stracca fu certamente uno straordinario innovatore nella sua volontà di attribuire una dignità fino ad allora sconosciuta al diritto commerciale ma i suoi metodi erano profondamente tradizionali. Da giurista immerso nel contesto culturale del *mos italicus*, realizzò un'opera utile con gli strumenti che aveva a disposizione, facendo continuamente riferimento agli autori che lo avevano preceduto, concentrandosi su questioni pratiche come le procedure, e condendo il tutto con una certa dose di sensibilità storico-antiquaria, tipica dell'umanesimo giuridico.

In tutto e per tutto, un uomo e un giurista del suo tempo.

L'organizzazione del consorzio

The organization of the consortium contract

Emanuele Cusa *

ABSTRACT

Questo scritto esamina l'organizzazione consortile, individuando la sua configurazione secondo il diritto dispositivo e la sua articolazione minima secondo l'autonomia contrattuale. La trattazione riguarda il consorzio interno e quello esterno, confrontati con alcuni altri contratti associativi, come l'associazione e la società.

This paper examines the consortium organisation, identifying its configuration according to dispositive law and its minimum articulation according to contractual autonomy. The discussion concerns the internal and external consortium, compared with some other associative contracts, such as the association and the company.

SOMMARIO:

1. L'essenzialità del requisito organizzativo. – 2. La capacità e gli organi del consorzio. – 3. L'organizzazione per persone come modello dispositivo. – 4. Gli eventuali contratti di mandato tra consorzio e consorziati. – 5. L'ufficio del consorzio per l'attività coi terzi. – 6. L'organizzazione minima. – 6.1. Nel silenzio del contratto. – 6.1.1. Gli organi. – 6.1.2. I processi decisionali. – 6.2. In forza di specifiche clausole negoziali. – 6.2.1. Gli organi. – 6.2.2. I processi decisionali. – 7. Gli organi diversi da quello direttivo e dall'assemblea.

1. L'essenzialità del requisito organizzativo.

Fin dal 1942 l'art. 2602 c.c. indica «un'organizzazione comune» come uno dei presupposti indefettibili del tipo contrattuale consorzio.

Ciò che è richiesto dalla fattispecie di consorzio è confermato dalla relativa disciplina, la quale ripete il termine «organi» (gli «organi consortili» nell'art. 2603,

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano-Bicocca; e-mail: emanuele.cusa@unimib.it.

secondo comma, n. 4, c.c., «gli organi previsti dal contratto» nell'art. 2605 c.c. e «gli organi preposti al consorzio» nella rubrica dell'art. 2608 c.c.) per mostrare doverose o eventuali articolazioni della struttura consortile.

L'esistenza di un'organizzazione comune è la conseguenza necessaria della stipulazione vuoi del contratto «che prevede l'istituzione di un ufficio destinato a svolgere un'attività con i terzi» (art. 2612, primo comma, c.c.) – corrispondente al negozio denominato nel codice civile come consorzio con attività esterna (di seguito il consorzio esterno) – vuoi del contratto che non contempla tale ufficio, spesso indicato come consorzio con attività interna (di seguito il consorzio interno); sicché, l'elemento organizzativo da un lato accomuna queste due forme di consorzio ma, dall'altro lato, le differenzia, poiché solo la prima si caratterizza per la presenza del sopra rammentato «ufficio».

Il tratto organizzativo consente di differenziare il consorzio da alcuni altri contratti¹, i quali, come il primo, sono stati concepiti come strumenti di collaborazione tra operatori economici²; di questi altri contratti rammento i seguenti cinque (i primi due tipici, i restanti atipici), le cui fattispecie non prescrivono la presenza di un'organizzazione comune: (i) il contratto di rete ai sensi dell'art. 3, comma 4-ter e ss., d.l. 10 febbraio 2009, n. 5 (convertito con l. 9 aprile 2009, n. 33), il quale deve comunque contemplare «un programma comune di rete»³; (ii) il contratto istitutivo del raggruppamento temporaneo di concorrenti ai sensi dell'art. 65, secondo comma, lett. e), d.lgs. 31 marzo 2023, n. 36, la cui configurazione minima coincide – come precisato dallo stesso legislatore – con un mandato collettivo che attribuisce la rappresentanza a uno dei concorrenti; (iii) il contratto di cartello (in parte regolato dall'art. 2596 c.c.), grazie al quale almeno due operatori economici disciplinano la concorrenza tra loro, rischiando però di violare l'art. 2 l. 10 ottobre 1990, n. 287 o

¹ La suddetta opzione normativa è presente nel codice civile anche in altri casi; in effetti, serve, ad esempio, per sceverare il contratto di appalto (art. 1655 c.c.) dal contratto d'opera (art. 2222 c.c.).

² Così già la Relazione ministeriale al codice civile del 1942, n. 1051, ove si precisa che sono estranei ai consorzi i contratti tra imprenditori che non provvedano «ad una comune organizzazione amministrativa».

³ I contratti di rete hanno avuto un certo successo tra i pratici e il loro numero è ormai di gran lunga superiore a quello dei consorzi con attività esterna. In effetti, secondo i dati forniti dalla Società Consortile di Informatica delle Camere di Commercio Italiane per azioni (InfoCamere), al 31 dicembre 2022 i consorzi registrati con attività esterna erano 4.556 (mentre al 31 dicembre 2013 erano 5.998). Invece, al 2 settembre 2022 – secondo i dati tratti da A. CABIGIOSU (a cura di), *Osservatorio Nazionale sulle reti d'impresa 2022*, Venezia, Edizioni Ca' Foscari, 2022, scaricabile da <https://edizionicafoscari.unive.it> – i contratti di rete erano 8.063 (mentre al 31 dicembre 2014 erano meno di 2.000), di cui solo 1.211 con autonoma soggettività, coinvolgenti 44.074 imprenditori (oltre il 72% micro e piccole imprese, l'8% medie o grandi imprese e il 19% imprese agricole); l'evidenziato successo dei contratti di rete è certamente stato favorito dal fatto che tali negozi siano stati promossi da alcune associazioni di categoria degli imprenditori (commerciali e agricoli) e, soprattutto, godano di vantaggiosi trattamenti legislativi, non soltanto sul piano giusprivatistico, come ricorda A. CABIGIOSU, (nt. 3), 10 ss. e 120 ss.

l'art. 101 t.f.u.e. (se integrano la fattispecie dell'intesa restrittiva della concorrenza); (iv) il contratto di associazione temporanea di imprese⁴; (v) il contratto di *joint venture*, avente una natura necessariamente normativa⁵.

2. La capacità e gli organi del consorzio.

Come ho cercato di dimostrare altrove⁶, dalla stipulazione del contratto di consorzio sorge un soggetto autonomo, il quale gode di una capacità giuridica generale, in parte equiparabile a quella riconosciuta alla persona fisica dall'art. 1 c.c.

Il che, tra l'altro, consente ai terzi di chiedere al consorzio il risarcimento di danni a titolo di responsabilità contrattuale o extracontrattuale, per comportamenti riferibili al medesimo ente (ad esempio, ai sensi dell'art. 2497, primo comma, c.c.⁷, qualora il consorzio abbia esercitato illegittimamente l'attività di direzione e coordinamento su una o più società⁸), ai componenti dei suoi organi o ad altri soggetti comunque connessi al consorzio⁹.

Il consorzio, essendo un autonomo soggetto, ha normalmente un proprio nome

⁴ In senso contrario D. CORAPI, *Le associazioni temporanee di imprese*, Milano, Giuffrè, 1983, 109-113, il quale qualifica come consorzio interno il contratto di associazione temporanea di imprese (facendolo così diventare tipico), ritenendo accomunati i due negozi in parola dalla necessaria presenza di un'organizzazione comune e qualificando entrambi come contratti associativi.

⁵ Così A. ASTOLFI, *Il contratto di joint venture. La disciplina giuridica dei raggruppamenti temporanei di imprese*, Milano, Giuffrè, 1981, 337 ss., il quale, benché evidenzi (73 ss.) come il contratto di *joint venture* possa prevedere un'organizzazione comune (quale un comitato di gestione o una società-organo), afferma (323 ss.) che tale contratto si differenzia da quello di consorzio, anche interno, per non poter avere il secondo (diversamente dal primo) un'organizzazione comune riducibile a un fascio di mandati.

⁶ In E. CUSA, *Il consorzio tra soggettività, responsabilità e tipicità*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. civ.*, 2/2024, ove sostengo altresì che il consorzio corrisponde necessariamente a un operatore economico e normalmente a un imprenditore, è composto da consorziati a responsabilità limitata (se appartenenti a uno esterno) o illimitata (se appartenenti a uno interno), va qualificato come un contratto associativo (bipartito in due sottotipi: consorzio interno e consorzio esterno) ed è dotato di un'organizzazione disciplinata in via analogica e residuale dalla normativa delle società di persone.

⁷ Sulla controversa (in dottrina e giurisprudenza) natura della suddetta responsabilità cfr., da ultimo, N. RONDINONE, *I gruppi tra diritto societario e diritto dell'impresa*, Pisa, Pacini, 2023, 107 ss.

⁸ G. DORIA, *Consorzi (con attività esterna e interna), reti (con o senza soggettività giuridica), e responsabilità da direzione e coordinamento*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 729-731 e N. RONDINONE, (nt. 7), 43 ss.

⁹ Così Cass. civ., sez. III, 9 dicembre 1996, n. 10956, in *Riv. dir. ind.*, 1998, II, 121 con nota di A.M. TONI; in questo provvedimento un consorzio esterno è stato ritenuto responsabile verso i terzi danneggiati da una sua consorziata, in esecuzione di opere oggetto di un contratto di appalto (privato) che il consorzio aveva stipulato in nome proprio.

stabilito dai consorziati; questo nome può mancare nei consorzi interni¹⁰, mentre deve essere espresso in forma scritta nei consorzi esterni (corrispondente alla «denominazione ... del consorzio» di cui all'art. 2612, secondo comma, n. 1, c.c.) per la sua successiva pubblicità mediante il registro delle imprese¹¹.

Ogni consorzio, se gode di una capacità giuridica generale, ha invece una capacità di agire limitata dalla propria organizzazione interna.

Più precisamente, il consorzio agisce tramite i propri organi, i quali si differenziano sulla base delle competenze attribuite loro dal contratto di consorzio, eventualmente eterointegrato dalla legge. Detto altrimenti, il consorzio, benché non sia dotato di personalità giuridica, è un ente organizzato per organi, al pari di un'associazione non riconosciuta o di una società di persone. Ciò non significa però che tali organi siano necessariamente immutabili al variare delle persone che li compongano o che ne siano titolari. In effetti, l'organizzazione interna dei consorzi può essere – come si suole affermare – per persone o per uffici, a seconda che gli organi corrispondano, rispettivamente, a specifiche persone indicate nel contratto di consorzio o a strutture i cui membri siano nominati (di regola periodicamente) da altri organi.

Intendo pertanto per organi consortili le strutture o i soggetti, inseriti nell'organizzazione del consorzio, i cui poteri e competenze discendano direttamente dal contratto di consorzio¹²; tali strutture esercitano i poteri attribuiti loro per mezzo di persone fisiche e/o di enti¹³.

¹⁰ Come può del pari accadere nelle associazioni non riconosciute, nelle società semplici o nelle s.n.c. irregolari, se è vero che il relativo contratto è stipulabile perfino per fatti concludenti. Secondo una parte della dottrina (A. BORGIOI, *Conorzi e società consortili*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU e F. MESSINEO e continuato da L. MENGONI, XLI, 3, Milano, Giuffrè, 1985, 241) i consorzi interni potrebbero avere una denominazione pur non godendo di una propria soggettività giuridica.

¹¹ Sulla denominazione del consorzio esterno cfr. G.D. MOSCO, *Dei consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2017, 80-81.

¹² Similmente, circa gli organi mediante i quali il consorzio esterno opera coi terzi, T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di consorzi, mutue, associazioni e società*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1953, 342.

¹³ In caso di nomina di enti come esponenti di organi, la questione maggiormente problematica corrisponde all'amministratore entificato; in effetti, la sua ammissibilità all'interno della classe dei contratti associativi intesi in senso stretto (per la relativa nozione cfr., da ultimo, G. MARASÀ, *Le società: profili sistematici e funzione*, in *Trattato delle società*, a cura di V. DONATIVI, I, Milano, Utet, 2022, 74 ss.) è stata espressamente ammessa, dal legislatore italiano, solo per il gruppo europeo di interesse economico, mediante l'art. 5 d.lgs. 23 luglio 1991, n. 240 [sul quale cfr., tra gli altri, P. MASI, *Il gruppo europeo di interesse economico (Commento al Regolamento CEE n. 2137/85 del 25 luglio 1985 e al d.lg. 23 luglio 1991, n. 240)*, Torino, Giappichelli, 1994, 106-109]; su questo tema, assai discusso tra gli esperti di diritto societario, cfr., per tutti, G.B. FAUCEGLIA, *Amministrazione e rappresentanza*, in *Trattato delle società*, a cura di V. DONATIVI, I, Milano, Utet, 2022, 1536 ss. e K. MARTUCCI, *L'amministratore persona giuridica*, in *Trattato delle società*, a cura di V. DONATIVI, II, Milano, Utet, 2022, 1829 ss.

3. L'organizzazione per persone come modello dispositivo.

Dalla disciplina civilistica ricavo la presenza di almeno due organi consortili: uno deliberativo, denominato normalmente assemblea dei consorziati (di seguito l'assemblea) e uno esecutivo, indicato nel prosieguo come organo direttivo¹⁴.

Mi domando se, nel silenzio del contratto di consorzio, il corrispondente ente abbia un'organizzazione per uffici o per persone.

Certamente dalla disciplina espressa del consorzio non è ricavabile l'imposizione di un'organizzazione per uffici, nel senso che l'ente in esame sarebbe costretto ad avere l'assemblea e l'organo direttivo¹⁵, potendo il relativo contratto indicare specificatamente chi (consorziato o terzo¹⁶) componga quest'ultimo organo. Inoltre, la scelta di un'organizzazione per uffici o per persone non costituisce nemmeno parte del contenuto necessario del contratto sotto scrutinio, come pianamente discende dall'art. 2602, secondo comma, c.c. Infine, a sciogliere il prospettato nodo interpretativo non aiuta neppure la Relazione ministeriale al codice civile del 1942, la quale avvicina sì il consorzio alla società e non all'associazione, ma richiama genericamente (nel n. 1053) il diritto societario¹⁷; diritto, quest'ultimo, il quale contempla (a volte in via dispositiva, a volte in via imperativa), a seconda del tipo di società prescelto, organizzazioni tanto per uffici quanto per persone.

A mio avviso, il modello dispositivo dei consorzi corrisponde all'organizzazione per persone, stante l'art. 2606, primo comma, c.c., nella parte in cui attribuisce ai consorziati il potere di prendere tutte le decisioni «relative all'attuazione dell'oggetto del consorzio»; per i consorzi, dunque, vale una disciplina simile a quella delle società di persone, come è ricavabile per queste ultime dal combinato disposto degli artt. 2257, primo comma, secondo periodo e 2259, primo e secondo comma, c.c.¹⁸.

¹⁴ Tuttavia, le due denominazioni sopra prospettate non sono usate espressamente nella disciplina civilistica dei consorzi.

¹⁵ Così invece G.D. MOSCO, (nt. 11), 52, 53 e 102.

¹⁶ Dello stesso avviso sono R. FRANCESCHELLI, *Consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi*³, in *Commentario del Codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, Bologna-Roma, Zanichelli-Foro Italiano, 1992, 147 e A. BORGIOI, (nt. 10), 340, il quale precisa che il suddetto terzo potrebbe essere anche dipendente del consorzio. Se risulta pacifico in dottrina che la persona fisica preposta all'organo direttivo del consorzio possa essere un terzo, la dottrina maggioritaria (qui rappresentata da I. CAPELLI, *sub* art. 2257, in S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Della società semplice*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2021, 153 ss., ove citazioni anche di segno opposto) ritiene invece inammissibile che possano essere dei terzi gli amministratori della società semplice.

¹⁷ Così recita la suddetta Relazione: l'organizzazione del consorzio «è stata disciplinata, nei suoi compiti deliberativi ed esecutivi, secondo la struttura che riproduce, semplificandola, quella della società».

¹⁸ Sul punto cfr. I. CAPELLI, *sub* art. 2259, in S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Della società semplice*,

4. Gli eventuali contratti di mandato tra consorzio e consorziati.

In considerazione della necessaria immedesimazione organica tra l'ente e le persone che operano come organi o negli organi, non corrisponde al rapporto di mandato né quello dei membri dell'organo direttivo con tale organo, né quello dei consorziati con l'assemblea e i membri dell'organo direttivo, né quello degli specifici consorziati con il consorzio in caso di un'organizzazione per persone¹⁹. In effetti, tutti questi rapporti, essendo di natura organica (con la conseguenza, tra l'altro, che perfino gli stati soggettivi di chi è chiamato ad esprimere la volontà dell'organo sono imputabili allo stesso ente), sono regolati dal contratto di consorzio, in quanto attuano il medesimo²⁰.

Nulla vieta però che l'attività riferibile al consorzio si basi su contratti diversi da quello di consorzio, a condizione che i primi affianchino ma non sostituiscano il secondo. Tra i primi può certamente essere annoverato il contratto di mandato, con o senza rappresentanza, concluso dal consorzio con terzi, ovvero con uno, alcuni o, addirittura, tutti²¹ i consorziati²². Il che è contemplato, da un lato, espres-

in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2021, 174-176.

¹⁹ Della stessa opinione è la dottrina maggioritaria, qui rappresentata da G.D. MOSCO, (nt. 11), 48-49 e 129-131; per la tesi minoritaria ricordo invece L. DE ANGELIS, *Appunti sulla responsabilità patrimoniale nei consorzi con attività esterna*, in *Riv. soc.*, 1983, 1411 ss. (il quale qualifica il rapporto tra consorzio e consorziati come un mandato senza rappresentanza) e, limitatamente ai consorzi interni, L.F. PAOLUCCI, *I consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, 18, IV, Assago, Utet, 2009, 360, nt. 29.

²⁰ Diversamente argomenta P. LUCARELLI, *sub art. 2606*, in *Delle società – Dell'azienda – Della concorrenza*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, *artt. 2575-2642*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. GABRIELLI, Assago, Utet, 2014, 710, la quale afferma che «il rapporto che lega i preposti al consorzio è un vero e proprio rapporto organico di amministrazione, analogo a quello degli amministratori di società»; tuttavia, sempre P. LUCARELLI, *sub art. 2608, ivi*, 720-724, sostiene la presenza necessaria di un fascio di mandati singoli, senza rappresentanza, di diritto speciale (poiché l'art. 2615, secondo comma, c.c. derogherebbe all'art. 1705, primo comma, c.c.), tra ciascun consorziato e gli organi consortili; mandati che sarebbero collegati con il contratto di consorzio e sarebbero volti a salvaguardare i diversi interessi dei singoli consorziati realizzati attraverso il consorzio.

²¹ Il che accade in presenza dei consorzi ordinari di concorrenti ai sensi dell'art. 65, secondo comma, lett. f), d.lgs. n. 36/2023, i cui consorziati devono conferire un «mandato collettivo speciale con rappresentanza ad uno di essi, da indicare in sede di offerta e qualificato come mandatario, il quale stipulerà [con la stazione appaltante] il contratto in nome e per conto proprio e dei mandanti» (art. 68, primo comma, d.lgs. n. 36/2023); il predetto mandato non può però esaurire l'organizzazione comune dei consorziati (e infatti l'art. 68, ottavo comma, d.lgs. n. 36/2023 precisa che «il rapporto di mandato non determina di per sé organizzazione o associazione degli operatori economici riuniti»), poiché altrimenti il relativo contratto sarebbe da qualificare come raggruppamento temporaneo di concorrenti ai sensi all'art. 65, secondo comma, lett. g), d.lgs. n. 36/2023; per la esistenza di quest'ultimo, infatti, basta, appunto, che i relativi contraenti conferiscano un «mandato collettivo speciale con rappresentanza ad uno di essi, detto mandatario» (art. 68, quinto comma, d.lgs. n. 36/2023).

samente nell'art. 2609, secondo comma, c.c., valevole per qualsiasi consorzio²³ e, dall'altro lato, implicitamente nell'art. 2615, secondo comma, c.c., relativo ai soli consorzi esterni²⁴.

Quindi, può spiegarsi il rinvio alle «norme sul mandato» contenuto nell'art. 2608 c.c. non nel senso che il rapporto organico dei preposti sia regolato dalla disciplina del mandato, ma nel senso che il diritto dei consorzi, ove incompleto, va integrato con altre norme, applicate direttamente – come accade, appunto, ai sensi dell'art. 2608 c.c. – o analogicamente.

5. L'ufficio del consorzio per l'attività coi terzi.

Diversamente dagli organi consortili, «la sede dell'ufficio» (evocata nell'art. 2603, secondo comma, n. 2, c.c.) non fa parte del contenuto necessario del contratto di consorzio, come indica l'avverbio «eventualmente» che segue il sintagma testé riportato. Tale ufficio non può che corrispondere all'articolazione organizzativa menzionata nell'art. 2612, primo comma, c.c.: «un ufficio destinato a svolgere un'attività con i terzi»²⁵.

Certamente l'ufficio in parola non coincide con uno degli organi consortili di cui all'art. 2603, secondo comma, n. 4, c.c. (in particolare con quello direttivo), considerata la suddivisione delle materie prevista nei nn. 2 e 4 dell'art. 2603, secondo comma, c.c.

Non è invece chiaro come conciliare il fatto che anche il consorzio interno è un soggetto autonomo (e pertanto deve avere dei preposti mediante i quali spendere il proprio nome coi terzi) con il fatto che è prescritta l'iscrizione nel registro delle imprese solo del contratto di consorzio esterno. Tale conciliazione può però trovarsi evidenziando come nel consorzio esterno l'ufficio in parola si accompagni con la responsabilità limitata dei consorziati per le obbligazioni consortili; in

²² E. CUSA, *La società consortile*, Torino, Giappichelli, 2021, 36-43, arriva alle stesse conclusioni nell'analogo caso delle società consortili, evidenziando altresì che tali società (ma lo stesso può valere per i consorzi) potrebbero avere come attività consortile solo quella di compiere una serie di atti giuridici per conto dei consorziati.

²³ *Contra* G. VOLPE PUTZOLU, *I consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in G. GHIDINI, M. LIBERTINI, G. VOLPE PUTZOLU, *La concorrenza e i consorzi*, IV, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, Padova, Cedam, 1981, 393, la quale limita la suddetta disposizione ai consorzi interni, ove i consorziati darebbero in ogni caso un mandato collettivo ai preposti al consorzio per operare coi terzi.

²⁴ Naturalmente, nel suddetto caso il contratto di mandato è concluso tra il consorzio e uno o più consorziati.

²⁵ Sul significato da darsi all'ufficio di cui all'art. 2612, primo comma, c.c. la dottrina era ed è divisa, sia prima che dopo il 1976, come emerge leggendo, ad esempio G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 330 ss.

effetti, da un lato, l'ufficio di cui all'art. 2612 c.c. determina un «maggior distacco» dell'organizzazione del consorzio «da quella delle singole imprese consorziate» (così la Relazione ministeriale al codice civile del 1942, n. 1053) e, dall'altro lato, l'art. 2615, primo comma, c.c. indica il fondo consortile come l'esclusiva garanzia per i terzi in caso di obbligazioni contratte in nome e per conto del consorzio.

L'ufficio di cui all'art. 2612, primo comma, c.c., sebbene determini il maggior distacco sopra ricordato e coincida con uno dei tratti dell'organizzazione consortile visibili dai terzi, può però limitarsi a essere il luogo (necessariamente fisico) nel quale i consorziati abbiano deciso di collocare la sede dell'ufficio qui analizzato. Sicché, questo elemento indefettibile del consorzio esterno è rappresentato, nella sua formulazione minimale, dalla precisa indicazione scritta – inserita nel contratto di consorzio, in forza degli artt. 2603, secondo comma, n. 2 e 2612, primo comma, c.c. – del luogo (cioè di un indirizzo indicante un luogo fisico) in cui si trovi l'ufficio destinato a svolgere coi terzi una serie di atti in nome dell'ente consortile.

Questo luogo è non solo la sede dell'ufficio, ma anche la sede dello stesso consorzio evocata nell'art. 2615-*bis* c.c., sulla cui base si determina l'ufficio del registro delle imprese competente a pubblicare le informazioni tassativamente previste dalla legge con riguardo ai consorzi.

Dalla ricostruzione appena suggerita discendono tre importanti conseguenze.

La prima: il termine fissato nell'art. 2612, primo comma, c.c. (pari a trenta giorni) si computa non dalla stipulazione del contratto di consorzio²⁶, bensì dal momento (solo eventualmente coincidente con tale stipulazione) in cui i consorziati abbiano scritto nel predetto contratto l'indirizzo dell'ufficio fisico nel quale intendano operare coi terzi, quand'anche non sia stata ancora posta in essere alcuna concreta attività con questi ultimi.

La seconda: è corretto parlare di consorzio irregolare²⁷ (*rectius*, di consorzio interno irregolare²⁸) ogni volta che si abbia un contratto di consorzio che includa

²⁶ Come invece si afferma in Cass. civ., 15 luglio 1983, n. 4867, in *Giust. civ. Mass.*, 1983, ritenendo decisiva la lettera dell'art. 2612, primo comma, c.c. e dunque non condividendosi l'interpretazione sistematica di questa disposizione prospettata nel testo.

²⁷ Dello stesso avviso è M. SARALE, *Consorzi e società consortili*, in G. COTTINO, M. SARALE, R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi*, III, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, Cedam, 2004, 530. Secondo invece P. SPADA, *Funzione e organizzazione consortile tra legge e prassi contrattuale*, in *Riv. dir. impr.*, 1990, 254, si dovrebbe parlare di consorzio esterno irregolare (con la conseguente inapplicabilità dell'art. 2615, primo comma, c.c.), quando esso mancasse di un'organizzazione corporativa, «da intendersi come distribuzione specializzata di competenze tra figure organizzative precostituite e separate», stante la correlazione sistematica tra «responsabilità limitata e spersonalizzazione dell'attività comune».

²⁸ In effetti, il suddetto contratto integra solamente il sottotipo di consorzio interno, pur essendo irregolare a causa dell'inosservanza dell'art. 2612 c.c.; sugli elementi indefettibili del consorzio interno e di quello esterno rimando a E. CUSA, (nt. 6).

si l'indirizzo dell'ufficio (ai sensi dell'art. 2612, primo comma, c.c.) ma che non sia iscritto nel registro delle imprese. Questa irregolarità determina due inconvenienti: (i) il rischio di dover pagare la sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi del combinato disposto degli artt. 2612, primo comma e 2630 c.c.²⁹, se scoperti dalla competente Camera di commercio, dovendosi iscrivere nel registro delle imprese l'estratto del contratto di consorzio contenente l'indicazione dell'ufficio «destinato a svolgere un'attività con i terzi»; (ii) l'impossibilità per i consorziati di beneficiare della responsabilità limitata stabilita nell'art. 2615, primo comma, c.c., avendo implicitamente scelto di non essere governati dalla disciplina dei consorzi esterni.

La terza: il passaggio da consorzio interno a consorzio esterno (o il passaggio inverso) può determinarsi inserendo nel (o togliendo dal) contratto di consorzio la clausola indicante il luogo fisico in cui si trova l'ufficio destinato a svolgere l'attività consortile coi terzi. Questa modificazione negoziale, benché non possa essere qualificata come trasformazione³⁰, qualora sia propedeutica al passaggio da consorzio esterno a uno interno (eseguito mediante la conseguente cancellazione dal registro delle imprese), è comunque regolata da una norma imperativa inespresa, ricavata analogicamente dalla disciplina della trasformazione; mi riferisco, più precisamente, agli artt. 2500-*sexies*, primo comma, secondo periodo e 2500-*septies*, terzo comma, c.c., nella parte in cui impongono il consenso di coloro che assumano la responsabilità illimitata; in effetti, poiché il passaggio da ultimo menzionato determina la perdita della responsabilità limitata dei consorziati, la loro corrispondente decisione è inefficace, finché la medesima non sia accettata da tutti i consorziati.

6. *L'organizzazione minima.*

Ho aperto questo scritto affermando che l'organizzazione comune rappresenta uno dei presupposti indefettibili del tipo contrattuale consorzio. Ora preciso che questa organizzazione, nella mente del legislatore, non è altro che l'insieme degli organi, uffici, preposti e rappresentanti, cioè, più brevemente, la struttura che si sono dati i consorziati per perseguire il loro scopo consortile³¹.

Ma quale è l'organizzazione minima del consorzio, sufficiente per integrare il tipo contrattuale in parola?

²⁹ La sanzione ricordata nel testo ha comunque una bassa portata preventiva, se è vero che, ai sensi dell'art. 16 l. 24 novembre 1981, il trasgressore può limitarsi a pagare 206 euro (pari al doppio del minimo della sanzione di cui all'art. 2630 c.c.), oltre alle spese del procedimento, quando il suo versamento avvenga entro sessanta giorni dalla notifica del relativo accertamento.

³⁰ In effetti, il consorzio è un tipo di contratto suddiviso in due sottotipi (quello interno e quello esterno) e, pertanto, il passaggio dall'uno all'altro sottotipo non cambia il tipo.

³¹ Similmente, tra gli altri, R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 104.

Questa domanda determina due distinte risposte, a seconda che il contratto non regoli affatto l'organizzazione consortile (nonostante l'art. 2603, secondo comma, n. 4, c.c.) o la regoli con specifiche clausole: nel primo caso bisogna ricostruire la disciplina legale che determina il contenuto contrattuale; nel secondo caso vanno individuati i limiti legali all'autonomia negoziale dei consorziati.

Tra tali limiti annovero il seguente: ogni volta che si voglia prendere una decisione di competenza dei consorziati³², a ciascuno di essi deve essere garantita la facoltà di partecipare al relativo procedimento, quand'anche la legge o il contratto non richiedano per la corrispondente decisione l'osservanza del metodo collegiale.

Dunque, ogni consorziato gode dell'indisponibile diritto di essere preventivamente informato delle decisioni che i consorziati intendano adottare³³; diritto, quello appena prospettato, da ritenersi presente (sempreché la legge non disponga diversamente³⁴) nella disciplina di tutte le organizzazioni nascenti dai contratti associativi, tra i quali va annoverato il consorzio (quand'anche interno); in effetti, per aversi esercizio in comune di un'attività, occorre che i membri del relativo ente siano legittimati a partecipare alle decisioni organizzative che consentano l'esercizio in parola; sicché, da un lato, la maggioranza dei consorziati non può mai decidere all'insaputa della minoranza e, dall'altro lato, la decisione che violasse il diritto appena individuato o la clausola contrattuale che lo negasse sarebbero sempre nulle (probabilmente per contrasto con gli artt. 1175 e 1375 c.c.³⁵).

Confermano la presenza del diritto in parola nella disciplina dei contratti associativi sia una tesi interpretativa (maggioritaria in dottrina³⁶, non invece in giuri-

³² Il suddetto discorso non vale pertanto quando il consorziato sia stato nominato in un organo diverso dall'assemblea e, come membro di tale organo, concorra alle decisioni di quest'ultimo.

³³ Così anche M. SARALE, (nt. 27), 507 e G. DELL'ATTI, *Deliberazioni consortili*, in *Cooperative, consorzi e società consortili*, a cura di F. PREITE, Milano, Giuffrè, 2019, 210. Il diritto in esame deve essere garantito anche al consorziato che si intenda escludere, benché costui non possa poi esprimere la propria volontà al momento in cui sia presa la decisione sulla sua esclusione; in questo senso, rispetto all'esclusione di cooperatori, da ultimo, Trib. Napoli, 18 settembre 2023, n. 8508, in www.ilcaso.it.

³⁴ Come accade con l'art. 2351, secondo comma, c.c., il quale eccezionalmente (rispetto all'art. 2247 c.c.) consente di emettere azioni senza voto.

³⁵ A favore del fatto che il diritto sopra indicato si fonderebbe sull'art. 1375 c.c. v. G. COTTINO, R. WEIGMANN, *Le società di persone*, in G. COTTINO, M. SARALE, R. WEIGMANN, *Società di persone e consorzi*, III, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, Padova, Cedam, 2004, 155 e Trib. Roma, 21 luglio 2006, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 96.

³⁶ Per tutti si legga A. MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Giappichelli, Torino, 1998, 163 ss., seguito, ad esempio, da A. BENUSSI, *Modello legale e statutario di organizzazione interna nelle società personali*, Milano, Giuffrè, 2006, 104 ss.; di recente, nella direzione del testo si muove pure G. FAUCEGLIA, *Le decisioni dei soci nella disciplina delle società di persone*, in *Trattato delle società*, a cura di V. DONATIVI, I, Milano, Utet, 2022, 1769-1771.

sprudenza³⁷), sia un duplice dato normativo: per la prima, nelle società di persone le decisioni (diverse da quelle di cui agli artt. 2257, terzo comma e 2258, secondo comma, c.c.) dei soci non possono essere prese senza informare previamente tutti i soci; in forza del secondo, nelle s.r.l. «ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni» dei soci (art. 2479, quinto comma, c.c.) e sono nulle tali decisioni, se prese «in assenza assoluta di informazione» (art. 2479-ter, terzo comma, c.c.)³⁸.

La posizione soggettiva così ricostruita dal sistema dei contratti associativi non è invece indefettibile, qualora la decisione (ovviamente non collegiale) spetti ai membri (eventualmente anche consorziati) di organi diversi dall'assemblea, come quello direttivo³⁹; in effetti, in questo organo la decisione può essere presa in modo congiunto (a maggioranza) o disgiunto da alcuni suoi componenti all'insaputa degli altri; il che può parimenti accadere nelle società di persone⁴⁰, ma non nelle s.r.l.⁴¹.

6.1. *Nel silenzio del contratto.*

Il contratto di consorzio, se non regola espressamente l'organizzazione consorziale, deve essere integrato dalla corrispondente disciplina, nelle sue componenti imperativa e dispositiva.

6.1.1. *Gli organi.*

Gli artt. 2602 ss. c.c. da un canto mostrano come l'organizzazione del consorzio debba essere bipartita tra l'assemblea e l'organo direttivo⁴² e, dall'altro canto,

³⁷ Tra le altre v. Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17490, in *Società*, 2018, 1189, relativa a una decisione di esclusione del socio.

³⁸ Dunque, è possibile affermare che la suddetta disciplina delle s.r.l. (sulla quale, in luogo di molti, cfr. G. ZANARONE, *Delle società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2010, 1294) rappresenta l'emersione di principi generali valevoli per tutti i contratti associativi.

³⁹ Tuttavia, anche in presenza dell'organo direttivo, ogni suo membro gode del diritto di essere preventivamente informato sulle decisioni da adottare, almeno quando l'organo in parola sia competente a escludere i consorziati e l'escludendo appartenga a tale organo.

⁴⁰ Secondo l'opinione della dottrina maggioritaria, qui rappresentata da I. CAPELLI, *sub* art. 2258, in S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Della società semplice*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2021, 166.

⁴¹ A condizione che si segua la tesi sostenuta, da ultimo, da A.D. SCANO, *Amministrazione e controllo dei soci*, in *Trattato delle società*, a cura di V. DONATIVI, III, Milano, Utet, 2022, 509-510; una diversa lettura è però proposta da chi – come G. ZANARONE, (nt. 38), 975-976 – ritiene che alcuni amministratori potrebbero decidere all'insaputa degli altri, qualora l'atto costitutivo della s.r.l. contemplasse l'amministrazione disgiuntiva o congiuntiva a maggioranza ai sensi dell'art. 2475, terzo comma, secondo periodo, c.c.

⁴² In senso analogo la dottrina maggioritaria, qui rappresentata da R. SANTAGATA, *La coopera-*

indicano genericamente i poteri dell'assemblea mediante gli artt. 2606 e 2607 c.c.⁴³, così determinando in via residuale i poteri dell'organo direttivo.

Dunque, l'assemblea è competente a prendere qualsiasi decisione che non sia stata attribuita all'organo direttivo, in forza o di decisioni dei consorziati⁴⁴ o di specifiche disposizioni di legge⁴⁵.

Se si condivide l'idea espressa nel precedente capoverso, secondo il modello dispositivo le competenze sono così ripartite tra gli organi consortili: (i) all'assemblea spetta l'intera funzione gestoria (salvo quella attribuita dalla legge all'organo direttivo)⁴⁶ – esercitata mediante «le deliberazioni relative all'attuazione dell'oggetto del consorzio» di cui all'art. 2606, primo comma, c.c. – e qualsiasi altra decisione che modifichi (anche solo soggettivamente⁴⁷) il contratto di consorzio o che incida sui diritti od obblighi dei consorziati⁴⁸; (ii) all'organo direttivo spetta il limitato potere di dare esecuzione alle decisioni dei consorziati, all'interno del quale è incluso il potere di rappresentanza⁴⁹.

zione tra imprenditori, in *Diritto commerciale. I – Diritto dell'impresa*, a cura di M. CIAN, Torino, Giapichelli, 2024, 374.

⁴³ Così anche R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 135.

⁴⁴ Si immagini che l'assemblea abbia conferito all'organo direttivo il potere di eseguire i controlli e le ispezioni di cui all'art. 2605 c.c.

⁴⁵ Come l'art. 2615-bis c.c., in forza del quale deve essere l'organo direttivo del consorzio esterno a predisporre la proposta di situazione patrimoniale, poi approvata (eventualmente tacitamente) dall'assemblea. A favore del fatto che tale situazione debba corrispondere a un bilancio di esercizio è la gran parte degli studiosi, tra i quali ricordo A. BORGIOI, (nt. 10), 405 ss. e G.D. MOSCO, (nt. 11), 202 (dunque composto, di regola, da stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e nota integrativa); *contra* G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 417, secondo la quale il documento contabile in parola corrisponderebbe al «conto patrimoniale», cioè a un «inventario delle attività e delle passività del consorzio».

⁴⁶ Similmente M. SARALE, (nt. 27), 511. La tesi contraria è però sostenuta dalla dottrina ampiamente maggioritaria, qui rappresentata dai seguenti tre specialisti: A. BORGIOI, (nt. 10), 318, 333 e 357 ss., poiché altrimenti non si rispetterebbe la disciplina sulla responsabilità di cui agli artt. 2608 e 2615-bis c.c.; G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 395 e 398, la quale attribuisce la funzione gestoria all'organo direttivo, anche in ragione del fatto che, se fosse attribuita all'assemblea, sarebbe «lesiva della necessaria autonomia che deve essere riconosciuta agli amministratori»; G.D. MOSCO, (nt. 11), 103-105 e 128-135, il quale sostiene, da un lato, che i due organi in parola abbiano delle competenze gestorie concorrenti e che ciascun consorziato possa avocare all'assemblea qualsiasi decisione relativa all'attuazione del contratto e, dall'altro lato, che all'organo direttivo spetti inderogabilmente il potere di controllare gli obblighi dei consorziati nei consorzi interni, di redigere annualmente la situazione patrimoniale nei consorzi esterni e «la competenza esecutiva».

⁴⁷ *Contra* G.D. MOSCO, (nt. 11), 132, per il quale, se non previsto diversamente nel contratto, spetta all'organo direttivo ogni decisione relativa alla variazione della compagine consortile diversa da quella di cui all'art. 2610, secondo comma, c.c.

⁴⁸ Circa la possibilità di incidere sui diritti individuali dei consorziati mediante una decisione dell'assemblea consortile cfr. le diverse opinioni riportate da G. DELL'ATTI, (nt. 33), 210, nt. 35.

⁴⁹ Pure A. BORGIOI, (nt. 10), 333, ritiene che nel potere esecutivo sia inclusa l'attività rappresentativa.

Tra le decisioni dell'assemblea vi può essere quella (sempre modificabile o addirittura revocabile dalla stessa, ai sensi dell'art. 2606 c.c.) che attribuisca – in modo esclusivo o concorrente e in via generale o parziale⁵⁰ – all'organo direttivo il potere di gestire il consorzio⁵¹.

Poiché qualsiasi consorzio è uno strumento per esercitare in comune un'attività economica (essendo il consorzio un necessario operatore economico), nell'organizzazione del relativo ente v'è sempre un organo gestorio⁵². Se poi si divide l'assunto secondo il quale il potere amministrativo è in via dispositiva assegnato all'assemblea, questa lo esercita esclusivamente mediante deliberazioni assembleari; sicché, in questi casi, l'assemblea è anche qualificabile come organo amministrativo.

Il che non contraddice il precedente assunto, secondo il quale il modello dispositivo di organizzazione consortile deve prevedere due organi; in effetti, questo modello è composto da un'assemblea che è anche gestrice e da un organo direttivo che esegue quanto stabilito dall'assemblea.

Il consorzio, se corrisponde a un imprenditore (essendo il primo qualificabile come il secondo solo normalmente, ma non necessariamente), va considerato un «imprenditore in forma ... collettiva» e, pertanto, ha il dovere vuoi di «istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa», vuoi di «attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale» (art. 2086, secondo comma, c.c.)⁵³; in questi casi è applicabile analogicamente l'art. 2257, primo comma, primo periodo, c.c., essendo la disciplina delle società di persone la normale fonte normativa capace di riempire le lacune lasciate dalla legge e dal contratto circa l'organizzazione consortile⁵⁴; ne consegue che, nel silenzio del contratto di consorzio, l'istituzione

⁵⁰ Riporto di seguito due diverse tesi: M. SARALE, (nt. 27), 511, la quale ritiene che l'autonomia negoziale non potrebbe completamente privare la collettività dei consorziati delle competenze gestorie, lasciando loro solo competenze di controllo; G. DELL'ATTI, (nt. 33), 203-204, secondo il quale ai consorziati dovrebbe comunque essere lasciata la competenza dell'«alta amministrazione».

⁵¹ Dunque, non discende dalla legge (come parrebbe sostenersi in Cass. civ., sez. II, 16 novembre 1983, n. 6822, in *Giur. it.*, 1984, 1296), bensì dal contratto di consorzio che si abbia la situazione secondo la quale all'organo direttivo sia «devoluta tutta l'attività gestoria».

⁵² Diversamente G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 395, quando afferma che si possa parlare in senso stretto di amministratori solo nei consorzi esterni, poiché nei consorzi interni non vi sarebbe esercizio in comune di un'attività economica e patrimoniale.

⁵³ Dunque, al consorzio-imprenditore è richiesta normalmente un'organizzazione minima più articolata di quella prescritta dai soli artt. 2602 c.c. e comunque tale da essere adeguata alle caratteristiche dell'impresa esercitata dal consorzio.

⁵⁴ Da ultimo, sugli assetti adeguati delle società di persone e sulla relativa competenza spettante agli amministratori cfr. S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Frammenti di governance nelle società di persone*, questa *Rivista*, 2022, 91 ss.

degli assetti adeguati testé rammentati è di competenza esclusiva dell'assemblea che decide come organo amministrativo; ma, allora, in caso di danni derivanti dall'inosservanza dell'art. 2086, secondo comma, c.c., i consorziati rispondono come amministratori (*rectius*, come preposti) ai sensi dell'art. 2608 c.c.

L'assemblea è un organo necessariamente collettivo (sciogliendosi automaticamente il consorzio⁵⁵, se manca la pluralità dei consorziati⁵⁶) e con funzioni decisorie che, di regola⁵⁷, si svolgono solo all'interno dell'ente. L'organo direttivo può invece essere individuale ed esercita funzioni esecutive e di rappresentanza che normalmente si esplicano anche all'esterno dell'ente.

6.1.2. *I processi decisionali.*

In assenza di qualsiasi indicazione nel contratto di consorzio, all'assemblea sono legittimati a partecipare tutti i consorziati; lo stesso vale per l'organo direttivo, se manca qualsiasi nomina dei relativi membri.

Basandomi sull'art. 2606 c.c. (ove si parla, non a caso, di «deliberazioni» e di consorziati «assenti»), ritengo che i consorziati debbano decidere in forma collegiale⁵⁸, eventualmente semplificata⁵⁹, ma non attenuata (cioè senza riunione)⁶⁰. Dunque, il consorzio, benché nel silenzio del suo contratto abbia un'organizzazione per persone al pari delle società di persone⁶¹, si differenzia però da queste sul piano del diritto dispositivo, decidendosi in modo collegiale nel primo e non collegiale nelle seconde.

Orbene, si può spiegare nel seguente modo la presenza della parola delibera-

⁵⁵ Almeno secondo la dottrina unanime, come riporta G.D. MOSCO, (nt. 11), 153.

⁵⁶ Nella stessa situazione non si verifica invece lo scioglimento automatico della società di persone, come emerge pianamente dall'art. 2272, primo comma, n. 4, c.c.

⁵⁷ Come esempio di decisione dell'assemblea con valenza esterna si immagini l'approvazione assembleare della situazione patrimoniale del consorzio; da rimarcare che questa competenza spetterebbe – secondo alcuni [qui rappresentati da G.D. MOSCO, (nt. 11), 204] e nonostante il tenore dell'art. 2615-bis, primo comma, c.c. – necessariamente all'assemblea.

⁵⁸ Dello stesso avviso la maggioranza degli esperti, qui rappresentata da G. MARASÀ, *Consorti e società consortili*, Torino, Giappichelli, 1990, 65 e da G.D. MOSCO, (nt. 11), 105 (circa l'assemblea) e 135 (circa l'organo direttivo); *contra*, tra gli altri, M. SARALE, (nt. 27), 506.

⁵⁹ Ad esempio, per la deliberazione dell'organo direttivo potrebbe non essere necessaria la verbalizzazione, non dovendo essere in forma scritta la relativa decisione.

⁶⁰ La locuzione 'collegialità attenuata' è stata utilizzata da alcuni autori [tra i quali G. ZANARONE, (nt. 38), *passim*], in contrapposizione alla 'collegialità perfetta', per descrivere l'ipotesi di cui all'art. 2475, quarto comma, c.c., ai sensi del quale un organo collegiale (il consiglio di amministrazione) può decidere «mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto»; la collegialità attenuata si caratterizza per privilegiare «le fasi informative della convocazione e verbalizzazione rispetto a quella compositoria o ponderatoria della riunione e discussione» [G. ZANARONE, (nt. 38), 975, nt. 108].

⁶¹ Sul punto v. *supra*, § 3.

zione nel testo e nella rubrica dell'art. 2606 c.c.: benché nel codice civile non la si usi costantemente in modo appropriato (il che avverrebbe se la medesima indicasse sempre la sola decisione presa rispettando il metodo collegiale)⁶², questa disposizione è formulata correttamente, poiché contiene la sola disciplina dispositiva delle decisioni dei consorziati.

Ciò che è stato appena sostenuto non significa però che tutte le volontà dei consorziati siano da esprimere nella riunione assembleare; in effetti, condivido la tesi secondo la quale il rispetto del metodo collegiale nel caso di specie implica soltanto che debba essere convocata l'assemblea dei consorziati e che costoro siano messi nelle condizioni di parteciparvi fisicamente e di discutere e di votare nella stessa⁶³. Ma, allora, la maggioranza o l'unanimità richieste per addivenire alla decisione potrebbero essere raggiunte anche computando i voti espressi prima o dopo l'assemblea, comunque fuori dalla medesima. Quindi, nella disciplina del consorzio mancano le rigidità presenti nella disciplina della s.p.a., la quale, nel silenzio dell'atto costitutivo, consente ai soci di votare solo partecipando fisicamente alla loro assemblea⁶⁴.

Sempre dall'art. 2606 c.c. ricavo la regola dispositiva della collegialità per l'attività deliberativa dell'organo direttivo⁶⁵; circa invece l'attività esecutiva di tale organo (tra cui quella inerente alla spendita del nome del consorzio verso i terzi) la regola dispositiva è quella della disgiuntività, nel senso che ogni membro dell'organo può compiere gli atti esecutivi⁶⁶.

L'assemblea è convocata mediante apposito avviso⁶⁷, trasmesso dall'organo direttivo⁶⁸, se presente⁶⁹, eventualmente sollecitato da uno o più consorziati⁷⁰.

⁶² Come ricorda, da ultimo, G. FAUCEGLIA, *Brevi riflessioni sulle decisioni de soci nelle società di persone: uno sguardo alla nuova disciplina tedesca*, in *Società*, 2023, 921 s., esaminando la disciplina civilistica delle società di persone.

⁶³ La tesi sopra riportata è ad esempio sostenuta da M. SARALE, (nt. 27), 505.

⁶⁴ Sui binomi voto virtuale/voto fisico e voto extrassembleare/voto intrassembleare cfr. E. CUSA, *Democrazia e virtualità nel procedimento assembleare delle cooperative*, in questa *Rivista*, 2023, 175 ss.

⁶⁵ Dello stesso avviso è la maggioranza degli studiosi, tra cui G.D. MOSCO, (nt. 11), 135.

⁶⁶ Similmente si orienta la dottrina prevalente, qui rappresentata da A. BORGIOI, (nt. 10), 348-351, ove anche citazioni di segno opposto.

⁶⁷ Sul contenuto del suddetto avviso rimando ad A. BORGIOI, (nt. 10), 321 s.

⁶⁸ Così la gran parte degli autori, come R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 137 s., il quale si sofferma anche sulle formalità richieste per la convocazione dell'assemblea e sui possibili partecipanti alla medesima.

⁶⁹ Nel caso in cui manchi il suddetto organo (ipotesi a mio parere possibile, come cercherò di argomentare nel § 6.2.1) e non si indichino nel contratto di consorzio i soggetti legittimati a convocare l'assemblea, questa può essere riunita previo avviso trasmesso da ciascun consorziato.

⁷⁰ *Contra*, pare, A. BORGIOI, (nt. 10), 320 s., secondo il quale il singolo consorziato potrebbe costringere l'organo direttivo a convocare l'assemblea, solo se tale diritto gli fosse riconosciuto nel contratto di consorzio.

L'organo direttivo è invece convocato dal suo presidente (se nominato, eventualmente coincidente con il presidente dell'assemblea) o da ciascun membro di tale organo.

I componenti dei due organi minimi, presenti nel luogo indicato nella convocazione, decidono sempre per teste⁷¹, come confermato dal dettato dell'art. 2606, primo comma, c.c. («col voto favorevole della maggioranza dei consorziati»). Di contro, nelle società di persone, nel silenzio del loro atto costitutivo, il voto per teste è la regola in caso di modificazioni statutarie ma non in caso di decisioni di natura gestoria o esecutiva (come quelle di cui all'art. 2257, terzo comma, c.c.)⁷².

Le deliberazioni sono prese nell'organo direttivo a maggioranza, mentre nell'assemblea all'unanimità (in caso di modificazioni del contratto di consorzio ex art. 2607, primo comma, c.c.) o a maggioranza (negli altri casi)⁷³; maggioranza, in quest'ultima ipotesi, non già dei presenti alla relativa riunione, bensì dei consorziati⁷⁴.

6.2. In forza di specifiche clausole negoziali.

Più complicata risulta l'individuazione dei confini legali entro i quali l'autonomia negoziale può muoversi al fine di semplificare massimamente l'organizzazione comune del consorzio, in termini sia di organi, sia di processi decisionali.

⁷¹ Dello stesso avviso, circa l'assemblea, è la dottrina maggioritaria, qui rappresentata dai seguenti esperti: G. GUGLIELMETTI, *La concorrenza e i consorzi*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da F. VASSALLI, X, I, 2, Torino, Utet, 1970, 338; R. SANTAGATA, *Il gruppo paritetico*, Torino, Giappichelli, 2001, 158; G.D. MOSCO, (nt. 11), 107-109. Sul punto si segnalano altresì le seguenti tre tesi, parzialmente diverse rispetto a quella illustrata nel testo: A. BORGIOI, (nt. 10), 326 [seguito da G. DELL'ATTI, (nt. 33), 215] sostiene il ricorso al voto per quote solo quando il contratto di consorzio abbia espressamente quantificato in modo diverso le quote di partecipazione dei consorziati, così implicitamente adottando come misurazione del diritto di voto quello espressamente indicato per i diritti patrimoniali; G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 402 s. ritiene che il voto assembleare dovrebbe essere proporzionale alla quota di partecipazione del consorzio, ogniqualvolta nel consorzio i vantaggi e gli oneri riconosciuti ai consorziati fossero commisurati alla dimensione e alla capacità produttiva di costoro, con la conseguenza che il voto per teste opererebbe solo quando in consorziati avessero un interesse paritetico nell'attività consortile; R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 139, afferma che l'assemblea del consorzio di contingentamento (ai sensi dell'art. 2603, terzo comma, c.c.) dovrebbe decidere a maggioranza per quote in forza dell'art. 1105, secondo comma, c.c. Di quest'ultimo autore, (nt. 16), 149, si segnala infine l'idea secondo la quale, nel silenzio del contratto, l'organo direttivo dovrebbe decidere sì per teste ma in modo unanime.

⁷² Così, tra gli altri, S. PATRIARCA, *sub* art. 2252, in S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Della società semplice*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2021, 59 e 66.

⁷³ Secondo invece L. DE ANGELIS, (nt. 19), 1404-1406, occorrerebbe l'unanimità dei consensi dei consorziati anche per la nomina dei gestori o dei rappresentanti del consorzio mediante atto separato (dal contratto di consorzio), così applicando al caso di specie l'art. 2607 c.c.

⁷⁴ Dello stesso avviso è A. BORGIOI, (nt. 10), 324 s.

6.2.1. *Gli organi.*

La gran parte degli studiosi⁷⁵ sostiene che il consorzio dovrebbe avere almeno due organi, corrispondenti all'assemblea e all'organo direttivo; sicché l'organizzazione consortile sarebbe simile a quella delle associazioni riconosciute e delle società con personalità giuridica (ad eccezione della s.r.l.), ma diversa da quella delle società di persone e delle associazioni non riconosciute⁷⁶.

A mio parere, invece, l'autonomia concessa dal legislatore ai consorziati è così ampia da potersi avere un consorzio con un solo organo⁷⁷, corrispondente all'assemblea; a questa, infatti, possono essere attribuite tutte le competenze decisorie (anche quelle gestorie), lasciando ai relativi preposti – nel silenzio del contratto, corrispondenti a ciascuno dei consorziati, applicando analogicamente al caso di specie le regole previste per le società di persone dall'art. 2266 c.c. – o rappresentanti – eventualmente non consorziati, nominati dall'assemblea, con i quali il consorzio può anche stipulare un contratto di mandato con rappresentanza⁷⁸ – il potere di spendere il nome del consorzio nei rapporti coi terzi, così eseguendo le decisioni prese dai consorziati nell'assemblea.

⁷⁵ *Ex multis* ricordo i seguenti tre: G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 404-410, la quale basa il proprio assunto sul necessario carattere corporativo di qualsiasi struttura consortile, benché la stessa sostenga che, nel caso del consorzio interno, non si avrebbe un ente autonomo e i poteri degli organi consortili di agire nei confronti dei terzi deriverebbero esclusivamente da un mandato collettivo dei consorziati ai relativi preposti; G.D. MOSCO, (nt. 11), 50-52, per il quale il consorzio corrisponderebbe sempre a un modello «di tipo corporativo»; G. MARASÀ, (nt. 58), 41-42, secondo il quale la necessaria duplicità di organi varrebbe solo per i consorzi esterni, essendo solo loro costretti ad avere una struttura di tipo corporativo.

⁷⁶ In verità i giuristi sono divisi sulla possibilità di costituire associazioni non riconosciute senza l'assemblea e/o l'organo gestorio: una parte [corrispondente agli Ermellini (cfr. Cass. civ., sez. I, 8 novembre 2013, n. 25210, in *Corr. giur.*, 2014, 320 con nota di G. PONZANELLI) e ad alcuni studiosi, come V. MONTANI, *sub* art. 36, in *Le associazioni non riconosciute*, a cura di G. PONZANELLI, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, Milano, Giuffrè, 2016, 77-81] sostiene che non sarebbe integrato il tipo contrattuale in parola (ritenendo eventualmente presente un ente privato atipico); un'altra parte (per tutti M. BASILE, *Le persone giuridiche*³, I, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA, P. ZATTI, Milano, Giuffrè, 2020, 301 s.) ritiene invece che siano legittime le associazioni non riconosciute con un solo organo.

⁷⁷ La suddetta opinione è tra gli altri condivisa, prima della riforma dei consorzi del 1976, da G. FERRI SR., voce “*Consorzio* a) *Teoria generale e consorzi industriali*”, in *Enc. dir.*, IX, Milano, Giuffrè, 1961, 376 e, dopo tale riforma, da questi tre autori: M. SARALE, (nt. 27), 498; R. SANTAGATA, (nt. 42), 374; M. GIROLAMI, *Il consorzio*, in *Opere e servizi* – I, III, in *Trattato dei contratti*, diretto da V. ROPPO, A.M. BENEDETTI, Milano, Giuffrè, 2014, 1182.

⁷⁸ Nella direzione del testo, per tutti, A. BORGIOI, (nt. 10), 332, il quale però ritiene che il consorzio non potrebbe essere rappresentato dall'assemblea nella stipula del suddetto mandato. Per chi scrive, una volta che l'assemblea abbia deciso di farsi rappresentare da un certo mandatario, il delegato dell'assemblea (cioè qualsiasi consorziato a ciò delegato, avente il potere di rappresentanza *ex* art. 2266 c.c.), non però in qualità di organo distinto dall'assemblea (come invece ipotizza l'autore appena citato), conclude in nome e per conto del consorzio il mandato in parola.

Il contenuto del precedente capoverso è in linea con la collocazione mediana del consorzio tra i contratti di collaborazione economica senza necessaria organizzazione (come i cartelli e il contratto di rete) da un lato e le società senza necessaria struttura corporativa dall'altro lato⁷⁹. In effetti, se l'organizzazione di una società di persone o perfino di una s.r.l. può avere un unico organo costituito dalla totalità dei soci, ciascuno dei quali legittimato a esercitare assieme agli altri tutti i poteri interni all'organizzazione sociale⁸⁰, a maggior ragione l'organizzazione consortile può corrispondere a un unico organo, composto dalla totalità dei consorziati e avente tutti i poteri che la legge attribuisce all'assemblea e all'organo direttivo.

Orbene, l'ordinamento richiede al consorzio un'organizzazione minimale maggiore rispetto a quella del contratto di rete (potendo i retisti decidere di avere nessun organo⁸¹) e minore rispetto a quella del gruppo europeo di interesse economico (dovendo in questo caso esservi almeno due organi, quello composto da tutti i relativi membri e quello amministrativo⁸²).

L'opzione organizzativa rappresentata dal consorzio con un unico organo (quello assembleare) ha il pregio, vuoi di mostrare in modo trasparente i rapporti di forza tra i consorziati in tutte le decisioni (anche quelle gestorie) necessarie per dare esecuzione al contratto di consorzio, vuoi (soprattutto) di realizzare la massima semplificazione operativa possibile dell'organizzazione consortile⁸³, pur ri-

⁷⁹ Nella Relazione ministeriale al codice civile del 1942, n. 1051 si parla similmente del contratto di consorzio come «un'ipotesi intermedia» tra i contratti volti a disciplinare la concorrenza tra gli imprenditori e i contratti istitutivi di società.

⁸⁰ In favore della s.r.l. con un unico organo (corrispondente all'assemblea dei soci) si legga G. PETROBONI, *Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata. Regime legale e modelli statutari*, Milano, Cedam, 2011, *passim*, il quale sostiene che in questi casi (nei quali ogni socio è automaticamente amministratore e, in forza dell'art. 2475-bis c.c., anche rappresentante della società) si sopprime non già l'organo amministrativo, bensì un centro gestionale distinto dalla collettività dei soci.

⁸¹ Almeno secondo la tesi prevalente in dottrina, qui rappresentata da G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 1. Diritto dell'impresa*⁸, a cura di M. CAMPOBASSO, Milano, Utet, 2022, 284 e 287.

⁸² Circa i suddetti organi, quello assembleare potrebbe deliberare solo in modo collegiale [secondo l'opinione maggioritaria, ad esempio sostenuta da G.F. CAMPOBASSO, (nt. 81), 273] e all'unanimità su molte e determinate materie (*ex artt.* 14, 17, 22 e 26 reg. CEE 25 luglio 1985, n. 2137) e quello amministrativo potrebbe essere costituito da uno o più soggetti, anche entificati.

⁸³ Ad esempio, con un'unica decisione i consorziati sono in grado di redigere il progetto di bilancio di esercizio (con le relazioni accompagnatorie) e di trasformarlo definitivamente nel bilancio di esercizio, da depositare nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2615-bis, primo comma, c.c. In caso invece di scissione o di fusione, per rispettare le necessarie distinte fasi dei relativi procedimenti, la stessa assemblea deve decidere due volte: la prima, nell'esercizio del potere gestorio, quando rediga i progetti di fusione o di scissione per poi pubblicarli nel registro delle imprese; la seconda, nell'esercizio del potere dei consorziati ai sensi dell'art. 2607 c.c., quando approvi tali progetti, di modo da iscrivere successivamente la decisione di fusione o di scissione nel registro delle imprese.

spettando eventuali norme imperative legate a una determinata funzione⁸⁴; in effetti, se è presente un unico organo, può concepirsi un'unica procedura⁸⁵ – con eventuali diverse fasi a seconda della materia oggetto di decisione⁸⁶ – finalizzata a trasformare le volontà dei consorziati in quella dell'ente consortile.

I membri del consorzio, nel determinarne l'organizzazione, non possono però delegare a un organo diverso dall'assemblea (come potrebbe essere l'organo direttivo, magari composto solo da terzi) il potere di modificare il contratto di consorzio; questa competenza, infatti, spetta inderogabilmente ai consorziati⁸⁷; sicché l'*incipit* dell'art. 2607, primo comma, c.c. va letto nel limitato senso di consentire ai consorziati di modificare il loro contratto non all'unanimità.

6.2.2. I processi decisionali.

Stante l'iniziale inciso dell'art. 2606, primo comma, c.c. – valevole certamente per l'assemblea, ma estensibile all'organo direttivo, se è vero che questi due organi potrebbero al limite avere gli stessi componenti – i consorziati sono liberi di regolare l'assemblea e/o l'organo direttivo, in modo da essere costretti a prendere delle decisioni solo collegiali o solo non collegiali⁸⁸, oppure in modo da poter scegliere di volta in volta se rispettare o non rispettare il metodo collegiale⁸⁹.

Dal tenore degli artt. 2606 e 2607 c.c. ricavo che nel contratto di consorzio siano ammissibili – per qualsiasi organo e anche in caso di modificazione di tale contratto – tutte le possibili modalità organizzative per addivenire a una decisio-

⁸⁴ Come quella che impedirebbe al consorziato di farsi rappresentare da un altro, qualora il suo voto servisse per prendere una decisione di competenza degli amministratori, sempreché valga per il consorzio la stessa norma ritenuta presente per la s.r.l. con l'assemblea gestrice da una parte della dottrina, qui rappresentata da G. PETROBONI, (nt. 80), 381 s.

⁸⁵ La quale potrebbe iniziare sempre allo stesso modo, a prescindere dalla decisione da prendere, ad esempio mediante un atto del presidente del consorzio comunicato via posta elettronica certificata a tutti i consorziati.

⁸⁶ Si immagini che si imponga il rispetto del metodo collegiale solo per approvare le modifiche oggettive del contratto di consorzio, prevedendo negli altri casi che il consorziato possa o debba esprimere la propria volontà in via extrassembleare.

⁸⁷ Così anche G. GUGLIELMETTI, (nt. 71), 340; *contra* R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 141 e Cass. civ., 27 giugno 1953, in *Riv. dir. ind.*, 1954, II, 217.

⁸⁸ Dello stesso avviso, per la giurisprudenza, Cass., 27 giugno 1953, cit., e, per la dottrina maggioritaria, G. GUGLIELMETTI, (nt. 71), 338, A. BORGIOLI, (nt. 10), 317, R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 135 s. e P. SPADA, (nt. 27), 255. In senso opposto ricordo M. GIROLAMI, (nt. 77), 1182 e G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 398 s.; per quest'ultima le decisioni assembleari dovrebbero essere sempre collegiali, quand'anche unanimi, non potendo il consorziato esprimere la propria volontà fuori dall'assemblea, magari votando per corrispondenza.

⁸⁹ Secondo invece G.D. MOSCO, (nt. 11), 116, le decisioni di cui all'art. 2607 c.c., quand'anche da prendere all'unanimità, dovrebbero rispettare il metodo collegiale, eventualmente attenuato con la previsione del voto extrassembleare.

ne. I consorziati sono così legittimati a stabilire che le decisioni possano essere «adottate mediante consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto» (art. 2479, terzo comma, c.c.) e che i legittimati al voto possano intervenire alla riunione collegiale «mediante mezzi di telecomunicazione», possano votare «per corrispondenza o in via elettronica» (art. 2370, quarto comma, c.c.) o possano partecipare alla cosiddetta assemblea prolungata (quella cioè originariamente convocata in due distinti momenti)⁹⁰.

Non ho altresì dubbi nell'affermare che nel contratto consortile si possa stabilire come condizione per prendere una decisione, al posto dell'unanimità (regola di *default* in caso di modificazione del contratto di consorzio), la maggioranza assoluta (regola di *default* in caso di esecuzione del contratto di consorzio), la maggioranza relativa (come quando si consenta ai consorziati di esprimere il voto solo nell'assemblea e non si imponga alcun *quorum* costitutivo)⁹¹ o, addirittura, la minoranza dei consensi.

A sostegno delle affermazioni contenute nel precedente capoverso porto tre argomenti.

In primo luogo, la più ampia libertà organizzativa dei consorziati rispetto a quella degli associati (anche delle associazioni non riconosciute) e dei soci (anche delle società di persone). Il che tra l'altro significa che l'autonomia negoziale dei consorziati può prevedere che alcune o quasi tutte le decisioni dei consorziati siano prese all'unanimità⁹², al pari di quanto è ammesso per gli atti costitutivi delle società di persone⁹³ e persino delle s.r.l.⁹⁴; dunque, il contratto di consorzio può imporre l'unanimità anche per le decisioni *ex art. 2606 c.c. e, a fortiori*, per le decisioni *ex art. 2607 c.c.* relative soltanto a specifiche materie o a determinate clausole.

In secondo luogo, i dati testuali offerti dal primo comma degli artt. 2606 e 2607 c.c., i quali non limitano le possibili deroghe alla maggioranza assoluta e all'unanimità dei consensi ivi (rispettivamente) contemplate⁹⁵.

In terzo e ultimo luogo, i vasti spazi negoziali lasciati ai consorziati nello sta-

⁹⁰ Esaminata da E. CUSA, (nt. 64), 201 ss.

⁹¹ *Contra* G.D. MOSCO, (nt. 11), 106-107 e 114, rispetto alle deliberazioni di cui all'art. 2606 c.c. e a quelle di scioglimento anticipato del consorzio *ex art. 2611*, primo comma, n. 4, c.c.

⁹² Della stessa opinione è, tra gli altri, G.D. MOSCO, (nt. 11), 107.

⁹³ Sulle quali cfr., tra molti, L. PISANI, *Le società di persone*, in *Diritto commerciale. III – Diritto delle società*, a cura di M. CIAN, Torino, Giappichelli, 2024, 122-123.

⁹⁴ Secondo l'autorevole pensiero di G. ZANARONE, (nt. 38), 1365, sarebbe addirittura ammissibile la clausola statutaria che prevedesse l'unanimità per tutte le decisioni dei soci di s.r.l.

⁹⁵ La dottrina minoritaria [qui rappresentata da G. FIGÀ-TALAMANCA, P. SPADA, *Profili contrattuali delle società di persone: forma, formalità e modificazioni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 66; *contra*, tra gli altri, S. PATRIARCA, (nt. 72), 53] utilizza lo stesso argomento per le società di persone, stante l'art. 2252 c.c.

bilire come misurare il potere decisorio nell'organizzazione consortile, tra l'altro certamente maggiori rispetto a quelli dei cooperatori, dovendo la cooperativa, a differenza del consorzio, essere un ente democratico⁹⁶. In effetti, nel contratto di consorzio è possibile allocare tale potere in modo solo democratico, solo plutocratico (cioè secondo i contributi apportati al consorzio, eventualmente senza una diretta proporzionalità con gli stessi, quand'anche si tratti di poteri gestori⁹⁷), oppure misto, potendosi inoltre scegliere detti parametri in base alla materia oggetto di decisione. Di conseguenza, in ragione dell'opzione negoziale relativa al parametro di calcolo del consenso, la decisione consortile può essere presa dal solo consorziato avente la quota partecipativa (tra l'altro, al fondo consortile che è ben diverso dal capitale sociale in termini di funzione e di disciplina) maggioritaria o dalla maggioranza dei consorziati aventi una quota partecipativa infinitesima⁹⁸.

Quindi, l'autonomia negoziale è libera di stabilire nel contratto di consorzio che tutte o alcune decisioni (così derogando agli artt. 2606, primo comma, 2607, primo comma, 2610, secondo comma e 2611, primo comma, n. 3, c.c.) possano essere prese da una minoranza di consensi (come può avvenire quando basti una maggioranza relativa) o debbano comunque essere prese con il consenso di uno o più consorziati (così riconoscendo loro un diritto di veto)⁹⁹.

Il consorziato, per non essere vincolato dalla decisione presa dalla maggioranza dei consorziati, può ovviamente domandare al tribunale di accertarne la nullità, l'annullamento o l'inefficacia (almeno nei suoi confronti), se ricorrano i corrispondenti presupposti.

Il consorziato non consenziente può anche recedere dal consorzio, qualora la relativa decisione non unanime (non necessariamente modificativa del contratto di consorzio) sia qualificabile per tale consorziato come una giusta causa di recesso¹⁰⁰; in effetti, ritengo che sia applicabile analogicamente al consorzio l'art.

⁹⁶ Analoghe osservazioni sono offerte da G. MARASÀ, (nt. 58), 59 s.

⁹⁷ G. PETROBONI, (nt. 80), 384-386, è arrivato ad analoghe conclusioni circa l'assemblea gestrice della s.r.l. Quanto sostenuto nel testo permette di calcolare allo stesso modo (cioè per teste o per quote) il potere deliberativo nell'assemblea, a prescindere dalla funzione esercitata tramite la relativa decisione.

⁹⁸ Un ragionamento simile è condotto da G. FIGÀ-TALAMANCA, P. SPADA, (nt. 95), 67, al fine di sostenere che nelle società di persone i soci possano allocare il potere di modificare il contratto sociale «nel modo ritenuto più opportuno» dai medesimi.

⁹⁹ Un'eccezione alla libertà negoziale sopra illustrata si ha in caso di trasformazione del consorzio in società di capitali, stante l'art. 2500-*octies*, secondo comma, c.c., il quale – inderogabilmente, cosicché il suo dettato sostituirebbe l'eventuale pattuizione contraria – stabilisce che la decisione di trasformare il consorzio (interno o esterno) in una società di capitali deve essere assunta «con la maggioranza assoluta dei consorziati».

¹⁰⁰ Similmente G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 400, limitatamente però alle decisioni modificative del contratto di consorzio.

2285, secondo comma, c.c.¹⁰¹, nella parte in cui prevede come ipotesi inderogabile di recesso la sussistenza di «una giusta causa»¹⁰²; nel caso di specie, dunque, il consorzio gode di un corrispondente diritto personale, indivisibile e indisponibile a uscire dal consorzio¹⁰³, al pari di quello riconosciuto al socio di qualsiasi società di persone e all'associato di qualsiasi associazione (riconosciuta o non riconosciuta); ad esempio, è presente una giusta causa di recesso, quando il consorzio non abbia concorso alle seguenti due decisioni prese a maggioranza: (i) la trasformazione del consorzio (interno o esterno) in una società (in forma di cooperativa o di società lucrativa, eventualmente con scopo consortile), in un'associazione o in una fondazione, applicandosi analogicamente l'art. 2500-ter, primo comma, c.c.; (ii) la fusione o la scissione (omogenee o eterogenee, salvo che l'ente risultante dalla relativa operazione straordinaria sia una società con personalità giuridica, in ragione dell'art. 2500-octies, secondo comma, c.c.) del consorzio (interno o esterno), applicandosi analogicamente gli artt. 2502, primo comma e 2506-ter, quinto comma, c.c.

Riassumendo, il contratto di consorzio può stabilire che le decisioni degli organi consortili siano prese nei seguenti modi, ordinati in modo che il diritto di partecipazione dei relativi membri nel processo decisionario sia garantito in via crescente:

(i) in modo disgiuntivo solo in presenza di decisioni dell'organo direttivo, ove un solo titolare del potere decisionario può decidere all'insaputa di tutti gli altri;

(ii) in modo congiuntivo e a maggioranza o a minoranza, solo in presenza di decisioni dell'organo direttivo, ove una porzione dei titolari di tale potere può decidere all'insaputa degli altri;

(iii) in modo non collegiale, in presenza di qualsiasi decisione, a condizione che si riconosca a ogni titolare del potere decisionario il diritto di essere preventivamente informato sulle decisioni da adottare;

(iv) in modo collegiale e non unanime in presenza di qualsiasi decisione;

¹⁰¹ In effetti, il consorzio, come la società di persone, corrisponde sempre a un'organizzazione per l'esercizio in comune di una o più attività economiche. Più in generale, che il giacimento normativo da cui estrarre analogicamente norme vevoli per l'organizzazione consortile corrisponda normalmente alla disciplina delle società di persone cfr. E. CUSA, (nt. 6).

¹⁰² Giustamente G. FIGÀ-TALAMANCA, P. SPADA, (nt. 95), 69, rimarcano che la suddetta disposizione è insufficiente per trarre un generale diritto di recesso in capo al socio che non acconsentisse alle modificazioni del contratto di società di persone. Circa le diverse interpretazione della clausola generale riportata nel testo, da parte della dottrina e della giurisprudenza, cfr., da ultimo, L. PISANI, (nt. 93), 137-138.

¹⁰³ Sugli aggettivi del suddetto diritto di recesso, rispetto al socio di società semplice, rimando a S. PATRIARCA, *sub* art. 2285, in S. PATRIARCA, I. CAPELLI, *Della società semplice*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. DE NOVA, Bologna, Zanichelli, 2021, 395-396.

- (v) in modo congiuntivo e unanime in presenza di qualsiasi decisione¹⁰⁴;
- (vi) in modo collegiale e unanime in presenza di qualsiasi decisione¹⁰⁵.

7. Gli organi diversi da quello direttivo e dall'assemblea.

Oltre al necessario organo di controllo di cui all'art. 2605 c.c.¹⁰⁶, la legge contempla un altro organo, certamente facoltativo: quello di arbitraggio previsto dall'art. 2603, quarto comma, c.c.¹⁰⁷; la competenza di quest'organo (la determinazione delle quote dei consorziati nel consorzio di contingentamento) può però essere assegnata all'assemblea o all'organo direttivo, così semplificando la struttura interna del consorzio.

Fuori dai due organi tipici testé ricordati, i consorziati, in ragione della loro ampia libertà organizzativa¹⁰⁸, possono prevedere – direttamente nel contratto di consorzio o con successive decisioni dell'organo consortile competente – organi ulteriori a quelli presenti nel silenzio del contratto (l'assemblea e l'organo direttivo), a quello minimo imposto dalla disciplina dei consorzi (l'assemblea) o comunque a quelli espressamente menzionati nel codice civile.

Tra questi organi atipici si immaginino i seguenti cinque: (i) un apposito organo che vigili sul rispetto della legalità nel consorzio (magari regolato prendendo spunto dalla disciplina del collegio sindacale o dell'organo di controllo delle s.r.l.¹⁰⁹); (ii) un organo di conciliazione interna (simile al collegio dei probiviri, a

¹⁰⁴ Per R. FRANCESCHELLI, (nt. 16), 149, nel silenzio del contratto, l'organo consortile plurisoggettivo (diverso dall'assemblea) prenderebbe le proprie decisioni nel suddetto modo.

¹⁰⁵ Secondo P. SPADA, *Diritto commerciale. II. Elementi*², Padova, Cedam, 2009, 38, la decisione è qualificabile come collegiale, se ciascun titolare del potere di concorrere a tale decisione sia almeno in grado (i) di conoscere preventivamente la relativa proposta e (ii) di provocare un dibattito sulla medesima, prima che si trasformi in decisione.

¹⁰⁶ Eventualmente coincidente con l'assemblea e/o con l'organo direttivo, potendo «i controlli e le ispezioni» di cui all'art. 2605 c.c. ripartirsi tra questi due organi, o assegnarsi a uno solo di essi o, nel caso limite del consorzio con l'unico organo coincidente con l'assemblea, attribuirsi solamente a quest'ultima. Dunque, precisando quanto scritto nel testo, in qualsiasi consorzio è necessario che siano esercitate le competenze appena citate e non che ci sia un apposito organo avente solo queste competenze. A mio avviso, nel silenzio del contratto di consorzio, l'organo competente a controllare e a sanzionare (ma non a ispezionare) i consorziati è l'assemblea; quest'ultima può poi delegare – in tutto o in parte e comunque nel rispetto delle proprie regole organizzative compatibili con l'art. 2606 c.c. – tale potere all'organo direttivo, a propri preposti o a rappresentanti, ovvero avvalersi della collaborazione delle organizzazioni di uno o più consorziati (così da contenere i costi del consorzio).

¹⁰⁷ In favore della qualificazione come organo consortile della struttura sopra ricordata cfr. G. GUGLIELMETTI, (nt. 71), 332 s.

¹⁰⁸ A conferma di ciò rammento la genericità con la quale gli artt. 2603 ss. c.c. si riferiscano agli organi consortili.

¹⁰⁹ In argomento cfr. A. BORGIOI, (nt. 10), 417-419 e G.D. MOSCO, (nt. 11), 140.

volte previsto in enti mutualistici o addirittura imposto alle banche cooperative)¹¹⁰; (iii) un organo tecnico o scientifico (a supporto, ad esempio, delle decisioni dell'assemblea o dell'organo direttivo); (iv) un organo per far partecipare portatori di interesse (*stakeholders*) diversi dai consorziati (come potrebbe accadere in presenza di consorzi cui sia affidato il riciclo di determinati rifiuti, interessati a coinvolgere nella loro attività, ad esempio, associazioni di consumatori e/o di ambientalisti); (v) un organo (decisorio, esecutivo, consultivo, di controllo o partecipativo) per specifiche attività economiche o, addirittura, per rilevanti affari¹¹¹ esercitati o assunti in nome del consorzio.

Ovviamente, i paciscenti, a seconda delle competenze assegnate all'organo atipico, possono differenziare le relative regole organizzative, ad esempio prevedendo un voto commisurato all'interesse economico che ciascun consorziato abbia nella decisione da prendere o un voto capitaro in caso di organi cui partecipino determinati *stakeholders*.

Accanto a veri e propri organi¹¹², i consorziati sono liberi di contemplare nel contratto di consorzio altre competenze non assegnate a organi consortili; il che accade, ad esempio, quando i consorziati decidano che il consorzio debba nominare un revisore legale dei conti, il quale è legato all'ente consortile mediante non già un rapporto organico, bensì un contratto d'opera intellettuale.

Dal punto di vista civilistico, l'autorità giudiziaria scruta gli atti del consorzio e dei suoi preposti in varie circostanze.

La più rilevante di tali circostanze si presenta, quando i giudici siano chiamati a verificare la validità e/o l'efficacia vuoi del contratto di consorzio o di sue parti, vuoi delle decisioni dei suoi organi.

I giudici sono legittimati anche ad accertare la responsabilità (contrattuale o extracontrattuale) del consorzio, dei consorziati e degli esponenti del consorzio.

Il tribunale non è invece competente a intervenire in caso di gravi irregolarità nella gestione del consorzio; al consorzio, infatti, è certamente inapplicabile analogicamente l'art. 2409 c.c.¹¹³, stante il suo carattere eccezionale (valevole cioè in presenza delle sole società con personalità giuridica).

¹¹⁰ Ricorrente nella prassi, come riporta la dottrina, qui rappresentata da G. VOLPE PUTZOLU, (nt. 23), 378.

¹¹¹ Come può accadere nel caso in cui il consorzio risulti aggiudicatario di un contratto pubblico nel rispetto del d.lgs. n. 36/2023.

¹¹² Nel senso di strutture del consorzio le cui decisioni siano direttamente imputabili al consorzio o alle medesime strutture, così da aversi un rapporto organico tra organo e relativo ente.

¹¹³ Dello stesso avviso è l'unanimità della dottrina e della giurisprudenza, qui rispettivamente rappresentate da L. DE ANGELIS, *L'art. 2409 c.c. non è applicabile ai consorzi*, in *Società*, 1997, 1048 s. e da Trib. Trani, 4 giugno 2003, in *Società*, 2004, 199 con nota adesiva di L.P. PAOLUCCI.

Note sui rapporti tra la disciplina delle pratiche commerciali sleali e la disciplina dei marchi nel contrasto al *greenwashing* d'impresa

How the EU's unfair commercial practices Directive can support trademark law in combating corporate greenwashing

Giorgio Spedicato *

ABSTRACT:

Le indagini demoscopiche dimostrano come una percentuale significativa di consumatori sia oggi disponibile a pagare un prezzo più elevato rispetto a quello medio di mercato per l'acquisto di prodotti ecosostenibili. Si comprende dunque per quale ragione molte imprese abbiano preso a segnalare ai propri *stakeholders* la loro (vera o presunta) sensibilità ambientale con tutti gli strumenti di comunicazione a disposizione, e in primo luogo mediante il ricorso a marchi cc.dd. verdi. Le norme che informano lo statuto di non decettività del marchio sembrerebbero sufficienti a garantire che i marchi verdi non vengano impiegati come strumento di *greenwashing*. Esse, tuttavia, sono state fino ad oggi oggetto di applicazione molto limitata. Il paper esamina le ragioni di tale limitata applicazione, e suggerisce come questa possa essere ampliata interpretando le norme in materia di non decettività del marchio alla luce della disciplina delle pratiche commerciali sleali, peraltro recentemente modificata dalla Direttiva (UE) 2024/825 sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde.

Demoscopic surveys show that a significant percentage of consumers are willing to pay more than the average market price for environmentally sustainable products. It is therefore understandable that many companies have taken to signalling their (real or perceived) environmental sensitivity to their stakeholders using all the communication tools at their disposal, and in particular using green trademarks. The provisions prohibiting the regis-

* Professore associato di diritto commerciale, Alma Mater Studiorum Università degli Studi di Bologna; e-mail: giorgio.spedicato@unibo.it. Questo *paper* costituisce una versione rielaborata e ampliata di un contributo in lingua inglese pubblicato nell'ambito di un volume in onore di Reto M. Hilty: *Kreation Innovation Märkte – Creation Innovation Markets*, ed. by F THOUVENIN, A. PEUKERT, T. JAEGER, C. GEIGER, Springer, Berlin-Heidelberg, 2024). L'autore ringrazia l'editore per la cortese autorizzazione.

tration and use of deceptive trademarks would seem to be sufficient to ensure that green trademarks are not used as a tool for greenwashing. However, their enforcement has been very limited to date. The paper examines the reasons for this limited application and suggests how it can be extended by interpreting the provisions on deceptive trademarks in the light of the legislation on unfair commercial practices, recently amended by Directive (EU) 2024/825 as regards empowering consumers for the green transition.

SOMMARIO:

1. «Inferno climatico», comunicazione d'impresa e psicologia del consumatore. – 2. Il contrasto al *greenwashing* d'impresa negli Orientamenti della Commissione europea sull'interpretazione e sull'applicazione della direttiva 2005/29/CE, come modificata dalla direttiva 2024/825/UE. – 3. Sui rapporti tra la disciplina in materia di pratiche commerciali sleali e la disciplina in materia di marchi d'impresa. – 4. Principi fondamentali in materia di *environmental claims* e divieto di registrazione dei segni privi di carattere distintivo. – 5. Principi fondamentali in materia di *environmental claims* e statuto di non decettività del marchio.

1. «Inferno climatico», comunicazione d'impresa e psicologia del consumatore.

Al termine del 2019, nel presentare il pacchetto di iniziative noto come “*Green deal europeo*”, la Commissione dell'UE ha definito l'individuazione di adeguate soluzioni ai problemi legati al clima e all'ambiente «il compito che definisce la nostra generazione»¹. Dinanzi a quella che appare come la sfida più impegnativa con cui si sia mai confrontata la nostra specie, la misurata *gravitas* che connota la dichiarazione della Commissione appare quasi come un esercizio di *understatement*. Ben più enfaticamente, in occasione della Conferenza sui cambiamenti climatici tenuta a Sharm el-Sheikh a novembre 2022, il Segretario Generale dell'ONU António Guterres ha segnalato come l'umanità stia viaggiando «su un'autostrada per l'inferno climatico»².

Soverchiati dalla necessità di confrontarsi con problemi di natura economica e sociale che assorbono attenzione e risorse nel breve periodo, molti governi hanno fin qui rinviato al lungo (e talora lunghissimo) periodo l'adozione delle misure necessarie a contenere gli effetti rovinosi del cambiamento climatico e del degrado ambientale.

¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal europeo*, Bruxelles, 11 dicembre 2019, COM(2019) 640 final, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF.

² A. GUTERRES, *Secretary-General's remarks to High-Level opening of COP27*, 7 novembre 2022, <https://www.un.org/sg/en/content/sg/speeches/2022-11-07/secretary-generals-remarks-high-level-opening-of-cop27>.

L'urgenza delle azioni di contrasto alla crisi ecologica spinge allora a domandarsi se non sia opportuno concentrare l'attenzione sui comportamenti delle imprese, e delle grandi imprese in particolare, spesso indicate come le principali responsabili³ dell'immissione di gas climalteranti nell'atmosfera e, in termini più generali, del sovrasfruttamento delle risorse naturali⁴, talora anche a causa di un incerto quadro normativo e di meccanismi sanzionatori inadeguati, con ciò giustificando la sensazione di un eminente economista secondo cui il cambiamento climatico costituirebbe «the greatest and widest-ranging market failure ever seen»⁵.

Peraltro, in una fase storica caratterizzata da un'accentuata sensibilità dei consumatori rispetto alle caratteristiche di ecosostenibilità dei prodotti acquistati, quella stessa tendenza allo *short-termism* spesso accusata di essere alla radice di molti atteggiamenti irresponsabili sul piano ambientale⁶ sembrerebbe poter paradossalmente costituire uno stimolo per le imprese ad agire tempestivamente al fine di intercettare questo nuovo tipo di domanda.

Pur con le cautele che è necessario adottare nella lettura dei dati statistici, numerose indagini demoscopiche mostrano infatti come una percentuale significativa di consumatori sia oggi in via di principio disponibile a pagare un prezzo più elevato rispetto a quello medio di mercato per l'acquisto di prodotti ecosostenibili⁷. Si comprende dunque per quale ragione molte imprese abbiano preso a segnalare ai propri *stakeholders* la loro (vera o presunta) sensibilità ambientale con tutti gli strumenti di comunicazione a disposizione e, in primo luogo, mediante il ricorso a marchi cc.dd. verdi. È proprio il marchio, infatti, che assolvendo, come

³ A volte tutt'altro che inconsapevoli, come nel caso esaminato da G. SUPRAN, S. RAHMSTORF, N. ORESKES, *Assessing ExxonMobil's global warming projections*, in *Science*, 13.1.2023, 153 ss.

⁴ Uno studio del 2017 evidenzia come all'origine del 70% dei gas climalteranti industriali immessi nell'atmosfera dal 1988 ci siano non più di un centinaio di imprese attive nell'ambito dei combustibili fossili, e all'origine di oltre il 50% delle emissioni totali solo 25 imprese: cfr. CDP, *Carbon Majors Report 2017*, <https://cdn.cdp.net/cdp-production/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf>.

⁵ Cfr. N.H. STERN, *The economics of climate change: The Stern Review*, Cambridge, CUP, 2006, 1.

⁶ Sul punto v. M. LIBERTINI, *La comunicazione ambientale e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 332 s.; nonché a M.V. ZAMMITI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in questa *Rivista*, 2021, 255 ss. Per una proposta che mira a superare il problema dello *short-termism* dando agli *stakeholders* la possibilità di presentare i loro interessi e le loro visioni nei consigli di amministrazione delle società v. F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in questa *Rivista*, 2021, 29 ss.

⁷ Secondo un'indagine realizzata nel 2023 da SWG, messa cortesemente a disposizione dell'autore, tra il 55% e il 64% dei consumatori intervistati sarebbero disposti a pagare un *premium price* per prodotti ecosostenibili (l'indagine ha riguardato prodotti cosmetici e alimentari). Secondo un'altra *survey* condotta da Deloitte nel 2021, il 78% degli intervistati italiani sarebbe disposto a pagare almeno il 5% in più per alimenti prodotti con materie prime o pratiche sostenibili: cfr. DELOITTE, *The Conscious consumer*, 2021, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/consumer-business/TheConsciousConsumer_IT_Deloitte.pdf.

ricordava Ascarelli, la fondamentale funzione di “nomenclatura della realtà”⁸, riesce ad attrarre l’attenzione del consumatore sintetizzando il complesso di qualità che caratterizzano il prodotto contrassegnato, e in tal modo a identificarlo agli occhi del consumatore stesso come idealmente preferibile, proprio per tali qualità, rispetto a quello dei concorrenti.

L’esigenza di veicolare al consumatore le informazioni in modo sintetico e suggestivo si avverte in misura ancora più rilevante quando tali informazioni facciano riferimento a concetti particolarmente complessi sul piano tecnico-scientifico, ma marcatamente connotati sul piano emotivo, come quello di sostenibilità ambientale. Il rischio è infatti che a informare troppo non si riesca a conquistare, o si perda anzitempo, l’attenzione del consumatore⁹, pur «ragionevolmente attento ed avveduto»¹⁰, che finirà in tal modo con l’essere attirato dai prodotti del concorrente (che sia riuscito a comunicare meno, ma meglio) o con il differire più semplicemente la scelta di acquisto¹¹. Esiste in altre parole un *trade-off*, direbbero gli economisti, tra completezza, specificità e accuratezza dell’informazione ed efficacia della stessa: informazioni estremamente dettagliate e precise sulle qualità di un prodotto, soprattutto se caratterizzate da un elevato tasso di tecnicismo come quelle in materia ambientale, richiedono uno sforzo cognitivo che il consumatore spesso non è in grado di (o disponibile a) sostenere. Si tratta di una considerazione sulla quale – prendendo le distanze dall’ormai ingiallito paradigma neoclassico dell’*homo oeconomicus* – varrebbe la pena si soffermasse anche il legislatore, ancora troppo spesso persuaso che l’imposizione di capillari obblighi di informazione costituisca una panacea atta a correggere asimmetrie informative (come se il

⁸ T. ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, Giuffrè, 1960, 434.

⁹ Come segnalava già H.A. SIMON, *Designing Organizations for an Information-Rich World*, in M. GREENBERGER, *Computers, Communications, and the Public Interest*, Baltimora, JHU Press, 1971, 40 s. Per una breve introduzione alla teoria dell’*information overload* v. D.J. GRIMSHAW, *Information overload*, in W. DONSBACH, *The international encyclopaedia of communication*, V, Oxford, Blackwell, 2008, 2234 ss.

¹⁰ Sul paradigma del consumatore medio nel contesto della disciplina sulle pratiche commerciali sleali si rinvia a M. BERTANI, *Pratiche commerciali scorrette e consumatore medio*, Milano, Giuffrè, 2016, 19 ss. Si v. inoltre A. SACCOMANNI, *Le nozioni di consumatore e consumatore medio nella direttiva 2005/29/CE*, in E. MINERVINI, L. ROSSI CARLEO, *Le pratiche commerciali sleali. Direttiva comunitaria ed ordinamento italiano*, Milano, Giuffrè, 2007, 141 ss.; nonché R. INCARDONA, C. PONCIBÓ, *The average consumer, the unfair commercial practices directive, and the cognitive revolution*, in *J. Consum. Policy*, 2007, 21 ss. Senza alcuna pretesa di completezza, sulla nozione di consumatore medio nella disciplina dei marchi v. M. RICOLFI, *Indagini demoscopiche, percezione del pubblico interessato e consumatore medio nel diritto dei marchi*, in AA.VV., *Studi per Luigi Carlo Ubertazzi*, Milano, Giuffrè, 2019, 655 ss.; nonché J. DAVIS, *Locating the Average Consumer: His judicial Origins Intellectual Influences and Current Role in European Trade Mark Law*, in *IPQ*, 2005, 183 ss.

¹¹ Cfr. L.E. PILLI, J.A. MAZZON, *Information overload, choice deferral, and moderating role of need for cognition: Empirical evidence*, in *R. Adm.*, 2016, 36 ss.

problema non fosse piuttosto rappresentato dalle asimmetrie valutative)¹² e squilibri di potere contrattuale tra impresa e consumatori¹³, a dispetto di ormai quasi quattro decenni di studi sulla *bounded rationality*¹⁴.

Quanto fin qui osservato non implica ovviamente accogliere la prospettiva secondo cui l'ordinamento dovrebbe riconoscere preminenza all'efficacia della comunicazione commerciale rispetto alla sua correttezza. Tale inammissibile approccio è d'altra parte proprio ciò che caratterizza il fenomeno del *greenwashing*, nel nostro paese spesso tradotto come "ambientalismo di facciata": degenerazione frequentissima del *green marketing*¹⁵, non solo censurabile sotto il profilo dell'etica d'impresa¹⁶ ma anche illecita sotto diversi aspetti, in quanto in grado di minare al contempo la lealtà della gara concorrenziale, la fiducia dei consumatori e il benessere della collettività nel suo complesso¹⁷. È peraltro verosimile, proprio per i tratti caratterizzanti la psicologia del consumatore medio, che il contrasto al *greenwashing* non possa limitarsi alla pur essenziale dimensione repressiva – ossia all'inibizione della diffusione di informazioni ambientali false o ingannevoli – ma implichi, più in generale, la costruzione di una cornice normativa in grado di non ostacolare i tentativi delle imprese di proporre una comunicazione commer-

¹² Come condivisibilmente sottolineato da M. ADDIS, *Le pratiche commerciali sleali e le risorse di fiducia delle imprese: aspetti positivi e questioni irrisolte*, in E. MINERVINI, L. ROSSI CARLEO, (nt. 10), 67.

¹³ E ciò forse anche per la difficoltà del legislatore di misurarsi con il paradigma soggettivo del consumatore descritto dalla teoria behaviorista. Per una prima introduzione ai rapporti tra regolazione giuridica e *behavioral economics* v. F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, Il Mulino, 2023.

¹⁴ Che sia proprio la razionalità limitata dei consumatori a giustificare una legislazione di contrasto degli *environmental claims* ingannevoli è ampiamente argomentato da J.J. MINNETI, *Is It Too Easy Being Green? A Behavioral Economics Approach to Determining Whether to Regulate Environmental Marketing Claims*, in *Loyola L. Rev.*, 2009, 653 ss.

¹⁵ Uno studio del 2020 della Commissione europea su 150 *environmental claims* ha rilevato che il 53,3% fornisce ai consumatori informazioni vaghe, fuorvianti o infondate sulle caratteristiche ambientali dei prodotti: cfr. EC, *Environmental claims in the EU: Inventory and reliability assessment, Final report*, 2020, all'URL: https://green-business.ec.europa.eu/environmental-footprint-methods_en. Tali risultati sono stati confermati dall'esito di un'indagine condotta nel mese di novembre 2020 dal *Consumer Protection Cooperation Network*, la quale ha evidenziato che, su 344 *environmental claims*, vi fosse un ragionevole sospetto che tali *claims* potessero essere falsi o ingannevoli nel 42% dei casi: cfr. EC, *Screening of websites for "greenwashing": half of green claims lack evidence*, Bruxelles, 28 gennaio 2021, all'URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_269.

¹⁶ Sul *greenwashing* nell'ambito delle strategie di CSR delle imprese v. M. LIBERTINI, (nt. 6), 334.

¹⁷ Senza contare che il *greenwashing* costituisce una scorciatoia rispetto all'assunzione di serie iniziative di sostenibilità che, sul lungo periodo, finisce spesso con il ritorcersi contro la stessa impresa che vi fa ricorso: cfr. P. BERRONE, A. FOSFURI, L. GELABERT, *Does Greenwashing Pay Off? Understanding the Relationship Between Environmental Actions and Environmental Legitimacy*, in *J. Bus. Ethics*, 2017, 363 ss.

ciali che sia al contempo efficace e corretta¹⁸. In questo contesto, proprio per la sua natura sintetica e suggestiva, la disciplina del marchio appare assumere un ruolo fondamentale, e ciò tanto più in un momento in cui diversi *Intellectual Property Offices* (IPO), e l'EUIPO in particolare, vedono crescere esponenzialmente le domande di registrazione di *green trademarks*¹⁹, che ai fini di queste note è possibile definire come quei marchi, tipicamente espressivi²⁰, che fanno riferimento mediante il ricorso a elementi verbali o non verbali²¹ alle qualità ambientali del prodotto o del servizio cui sono associati.

2. Il contrasto al greenwashing d'impresa negli Orientamenti della Commissione europea sull'interpretazione e sull'applicazione della direttiva 2005/29/CE, come modificata dalla direttiva 2024/825/UE.

Ricostruire nel dettaglio storia ed evoluzione di un fenomeno poliedrico come quello del *greenwashing* è esercizio che va ben oltre gli obiettivi di queste note²².

¹⁸ Nella consapevolezza che «[a]pplicare regole che per proteggere i consumatori accrescono costi di produzione e transazione richiede la ricerca di un bilanciamento delicato», anche alla luce del verosimile trasferimento sui prezzi – e dunque, ancora una volta, sulle spalle del consumatore – degli aggravii imposti dalla regolazione pubblica: in questo senso M. BERTANI, (nt. 10), 1. Sul bilanciamento ricercato dalla nostra giurisprudenza autodisciplinare pubblicitaria tra un livello elevato di tutela dei «consumatori resi vulnerabili dalla loro sensibilità al tema ambientale e la libertà dell'impresa di comunicare al mercato i propri investimenti a tutela dell'ambiente» vedi C. ALVISI, F. COSTA, M.C. REALE, *La tutela del consumatore*, in C. ALVISI, V. GUGGINO, *Autodisciplina pubblicitaria. La soft law della pubblicità italiana*, Torino, Giappichelli, 196 ss.

¹⁹ Cfr. EUIPO, *Green EU trade marks*, settembre 2021, https://euipo.europa.eu/tunnel-web/secure/webdav/guest/document_library/observatory/documents/reports/2021_Green_EU_trade_marks/2021_Green_EU_trade_marks_FullR_en.pdf, 9, ove si evidenzia come il numero di domande di registrazione di *green trademarks* sia decuplicato dal 1996 al 2020.

²⁰ N. ABRIANI, *I segni distintivi*, in N. ABRIANI, G. COTTINO, M. RICOLFI, *Diritto industriale*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, II, Padova, Cedam, 2001, 42, definisce i marchi espressivi come «quei segni che contengono elementi descrittivi evocativi della denominazione del prodotto o delle sue qualità o effetti, che tuttavia vengono accostati in modo sufficientemente originale o affiancati da suffissi [o prefissi] o arricchiti di altri elementi che valgono comunque a distanziare il segno considerato nel suo complesso dai termini impiegati nel linguaggio comune».

²¹ S. GIUDICI, *Il marchio decettivo*, Milano, Giuffrè, 2012, 12, osserva infatti, del tutto condivisibilmente, come «anche i segni grafici e le forme possono [...] comunicare, direttamente o indirettamente, attraverso un codice di riferimento, informazioni», con la conseguenza che «anche per questi segni si può porre, dunque, un problema di decettività».

²² Ci si limita qui a rinviare, per una disamina dell'origine e dell'evoluzione storica del fenomeno, a E.L. LANE, *Greenwashing 2.0*, in *Columb. J. Envtl. L.*, 2013, 279 ss., e alla dottrina ivi richiamata. Un'analisi delle cause del *greenwashing* è proposta da M. DELMAS, V. BURBANO, *The drivers of greenwashing*, in *Calif. Manag. Rev.*, 2011, 64 ss.

Né manca, d'altra parte, chi abbia osservato come, proprio a causa della sua natura poliedrica, il tentativo di racchiudere all'interno di una definizione unitaria le diverse modalità in cui tale fenomeno è suscettibile di articolarsi rischi di risultare vano²³.

La notevole varietà fenomenica del *greenwashing* restituita dall'analisi della letteratura di riferimento²⁴ appare in ogni caso adeguatamente colta dai regolatori che hanno iniziato – a cominciare (oltre tre decenni fa) dalla *Federal Trade Commission* statunitense²⁵ – a confrontarsi con questo tema. Per quanto ci concerne più da vicino, nel ricondurre giuridicamente il *greenwashing* all'ambito di applicazione della disciplina sulle pratiche commerciali sleali, la Commissione europea ha ribadito nell'ultima Comunicazione recante gli Orientamenti relativi all'interpretazione e all'applicazione della direttiva 2005/29/CE (in seguito anche solo "Orientamenti")²⁶, pubblicata alla fine del 2021, come quest'ultimo possa riguardare «tutte le forme di pratiche commerciali delle imprese nei confronti dei consumatori concernenti gli attributi ambientali dei prodotti» e possa comprendere «tutti i tipi di affermazioni, informazioni, simboli, loghi, elementi grafici e marchi, nonché la loro interazione con i colori, impiegati sull'imballaggio, sull'etichetta, nella pubblicità, su tutti i media (compresi i siti internet)»²⁷. In quello stesso contesto, la Commissione ha peraltro chiarito come gli artt. 6 e 7 della direttiva 2005/29/CE (in seguito anche "direttiva UCP" o "UCPD")²⁸ impongano che le asserzioni ambientali relative ai prodotti immessi in commercio siano non solo «veritiere», ma anche «presentate in

²³ In questo senso T. LYON, A. MONTGOMERY, *The means and end of greenwash*, in *Organ. & Environ.*, 2015, 244, concludono che il termine *greenwashing* è sostanzialmente «an umbrella term for a whole family of behaviors that induce people to hold overly positive views of an organization's environmental performance».

²⁴ Cfr. S.V. DE FREITAS-NETTO, M.F.F. SOBRAL, A.R.B. RIBEIRO, G.R.D.L. SOARES, *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review*, in *Environ. Sci. Eur.*, 2020, 19 ss.; nonché T.P. LYON, A.W. MONTGOMERY, *The means and end of greenwash*, in *O&E*, 2015, 21 ss.

²⁵ *Federal Trade Commission* che nel 1992 ha pubblicato la prima edizione delle *Guides for the Use of Environmental Marketing Claims* (cc.dd. *Green Guides*), l'ultimo aggiornamento delle quali (2012) è reperibile all'URL: https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/federal_register_notices/guides-use-environmental-marketing-claims-green-guides/greenguidesfrn.pdf.

²⁶ COMMISSIONE EUROPEA *Orientamenti sull'interpretazione e sull'applicazione della direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle pratiche commerciali sleali delle imprese nei confronti dei consumatori nel mercato interno*, in *GUUE*, n. C 526 del 29 dicembre 2021, 1 ss.

²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 72, che riprende quanto già affermato nella precedente versione degli Orientamenti, risalente al 2016.

²⁸ Direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2005, relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio, in *GUUE*, n. L 149 dell'11.6.2005, 22 ss.

modo chiaro, specifico, accurato e inequivocabile»²⁹, nonché, ai sensi dell'art. 12 della medesima direttiva, supportate da evidenze adeguate.

Sebbene gli Orientamenti siano contenuti in un documento privo di carattere vincolante³⁰, vale la pena – anche alla luce della (seppur parziale) positivizzazione delle indicazioni ivi contenute all'interno della recentissima direttiva 2024/825/UE sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde (che modifica la direttiva 2005/29/CE)³¹ e della Proposta di direttiva *Green Claims*³² – esaminare con qualche dettaglio la portata dei principi fondamentali (e dei relativi corollari) estrapolati dalla Commissione sulla base degli artt. 6 e 7 UCPD. Essi saranno infatti rilevanti, come si vedrà in seguito, nell'interpretazione delle norme in materia di distintività e decettività dei *green trademarks*.

Il primo e fondamentale principio individuato dalla Commissione europea a partire dal testo dell'art. 6 della direttiva UCP è quello relativo alla veridicità dell'asserzione ambientale. Tale criterio può essere fatto coincidere con l'assenza di informazioni false relative a uno degli elementi di cui all'art. 6, par. 1, lettere da a) a g), UCPD, e in particolare con l'assenza di informazioni false relative alla natura e alle caratteristiche principali del prodotto³³ (tra cui la sua composizione, le sue caratteristiche ambientali e sociali, ivi inclusi gli aspetti relativi alla sua circolarità, i risultati sul piano della protezione dell'ambiente naturale che è lecito attendersi in conseguenza della sua fruizione, o i risultati e le caratteristiche fon-

²⁹ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 75.

³⁰ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 5, ove si chiarisce che tale comunicazione «intende essere un mero documento di orientamento» e non costituisce un'interpretazione autentica della normativa in materia di pratiche commerciali sleali, la quale invece «deve discendere dal testo della direttiva e direttamente dalle decisioni della Corte». La rilevanza degli Orientamenti sul piano delle linee di sviluppo della politica legislativa dell'Unione emerge tuttavia anche dalle iniziative in materia di asserzioni ambientali succedutesi a partire dal mese di marzo 2022, le quali recepiscono – come si vedrà *infra* – molte delle indicazioni contenute negli Orientamenti stessi. Gli Orientamenti, inoltre, sono frequentemente richiamati anche dalla nostra giurisprudenza amministrativa ai fini dell'interpretazione della disciplina domestica di recepimento della direttiva 2005/29/CE: v. per es., da ultimo, T.A.R. Lazio, 13 gennaio 2023, n. 603, T.A.R. Lazio, 18 novembre 2022, n. 15326, Cons. St., 10 ottobre 2022, n. 8650 e Cons. St., 10 marzo 2021, n. 2033, tutte reperibili nella banca dati *DeJure*.

³¹ Direttiva (UE) 2024/825 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 febbraio 2024, che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione, in *GUUE*, n. L 2024/825, del 6 marzo 2024.

³² Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'attestazione e sulla comunicazione delle asserzioni ambientali esplicite (direttiva sulle asserzioni ambientali), COM(2023) 166 final, Bruxelles, 22.3.2023, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52023PC0166>.

³³ L'art. 2, par. 1, lett. c), UCPD definisce come «prodotto» qualsiasi «bene o servizio, compresi i beni immobili, i diritti e le obbligazioni». Nell'ambito di queste note, dunque, salvo diversamente indicato si userà il termine «prodotto» per riferirsi indistintamente sia ai prodotti che ai servizi.

damentali di prove e controlli di sostenibilità effettuati sul prodotto stesso)³⁴ e alla portata degli impegni assunti dall'impresa in relazione alla tutela dell'ambiente o in relazione al riconoscimento, all'affiliazione o ai collegamenti di quest'ultima rilevanti sotto il profilo della sostenibilità ambientale.

Il richiamo, nel contesto del principio di veridicità, all'art. 6, par. 1, lett. b), ultima parte, UCPD, consente di integrare quest'ultimo principio con il connesso principio di verificabilità dell'asserzione ambientale, fondato sul successivo art. 12 UCPD, in forza del quale non soltanto l'autorità giurisdizionale o amministrativa competente può esigere che l'impresa fornisca prove sull'esattezza delle allegazioni fattuali che sostanziano un'asserzione ambientale, ma anche che tali allegazioni possano essere considerate inesatte, e dunque non veritiere, laddove le prove richieste non siano fornite o siano giudicate insufficienti a supportare tale asserzione.

Nel contesto della disciplina sulle pratiche commerciali sleali può pertanto ritenersi che un'asserzione ambientale sia veritiera solo se può essere dimostrata tale. Gli Orientamenti della Commissione prendono inoltre posizione sul connesso aspetto della qualità delle evidenze fornite, precisando che le asserzioni ambientali dovrebbero fondarsi su prove «attendibili, indipendenti, verificabili e generalmente riconosciute» che tengano conto dei metodi e dei risultati scientifici più recenti e accreditati³⁵; con la conseguenza, verrebbe di concludere, che potrebbe ritenersi illecita per difetto del carattere di indipendenza della prova l'affermazione della sostenibilità ambientale di un prodotto basata esclusivamente su analisi e test effettuati da parte della medesima impresa che la formula³⁶. Sul punto è peraltro opportuno, in questa fase, adottare qualche cautela, sebbene si possa certamente osservare come sia la direttiva 2024/825/UE che (in misura ancora più evidente) la Proposta di direttiva *Green Claims* sembrerebbero muoversi in modo deciso nella prospettiva interpretativa ora indicata³⁷.

³⁴ L'art. 6, par. 1, lett. b), UCPD è stato modificato proprio dalla succitata direttiva 2024/825/UE al fine di includere tra le caratteristiche principali del prodotto rilevanti ai fini del giudizio di ingannevolezza della pratica commerciale anche le «caratteristiche ambientali o sociali [e] gli aspetti relativi alla circolarità, quali la durabilità, la riparabilità o la riciclabilità».

³⁵ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 81.

³⁶ Tale conclusione sembrerebbe avallata dagli stessi *Orientamenti*, ove la Commissione chiarisce che «[q]ualora l'asserzione sia contestata, si dovrebbero mettere a disposizione degli organismi competenti prove effettuate da terzi indipendenti» (p. 82).

³⁷ Da un lato, infatti, come chiarito al considerando n. 4, la direttiva 2024/825/UE modifica l'art. 6, par. 2, UCPD includendo l'ulteriore pratica commerciale sleale che consiste nel formulare un'asserzione ambientale relativa alle prestazioni ambientali future senza includere impegni e obiettivi chiari, oggettivi e verificabili e senza un sistema di monitoraggio indipendente, e dunque, in quanto tale, condotto da un soggetto terzo. Dall'altro, se pure è vero che la Proposta di direttiva *Green Claims* prevede al suo art. 3 che «i professionisti effettuino una valutazione per attestare le asserzioni ambientali esplicite» – con ciò lasciando intendere che tale valutazione possa essere condotta anche da questi

Se asserzioni ambientali non vere, o che non possono essere dimostrate tali, costituiscono l'ipotesi tipica di *greenwashing*, gli Orientamenti qualificano in tal senso, in conformità con gli artt. 6 e 7 UCPD, anche le asserzioni che, pur veicolando informazioni fattualmente corrette, sono presentate in modo tale da poter ingannare il consumatore medio, o da poterlo indurre ad assumere una decisione commerciale che non avrebbe altrimenti preso³⁸. Per escludere tale rischio, la Commissione muove dal presupposto che il primo principio da osservare sia quello della chiarezza dell'asserzione ambientale³⁹.

L'art. 7, par. 2, UCPD precisa a tale proposito come le informazioni rilevanti ai fini della corretta comprensione dell'asserzione ambientale non debbano essere presentate «in modo oscuro, incomprensibile, ambiguo o intempestivo». Oscurità, incomprensibilità e ambiguità possono derivare da una scarsa qualità verbale, ma spesso sono anche il risultato di aspetti non verbali della comunicazione, come per esempio il contesto grafico in cui l'informazione è inserita: si tratta del fenomeno noto in letteratura come *executional greenwashing*⁴⁰.

La necessità di sottoporre a vaglio anche gli aspetti non verbali della comunicazione ambientale trova conferma nell'art. 6, par. 1, UCPD, ove il legislatore riconosce che l'inganno del consumatore possa derivare dalla «presentazione complessiva» dell'informazione: a questo proposito gli Orientamenti menzionano l'uso strumentale di determinate immagini (per es. alberi, foreste pluviali, acqua, animali) e di determinati colori (per es. sfondi blu o verdi) che vengono tipicamente associati alla parte verbale della comunicazione commerciale per veicolare un'immagine di sostenibilità dei prodotti e/o dell'impresa⁴¹. In modo simile, il

ultimi – il successivo art. 10 prevede che gli Stati membri introducano «procedure per verificare l'attestazione e la comunicazione di asserzioni ambientali esplicite in relazione alle disposizioni degli articoli da 3 a 7» e l'art. 11 stabilisce ulteriormente che il soggetto che compie tale verifica sia «indipendente dal prodotto che reca l'asserzione ambientale o dal professionista ad essa associato».

³⁸ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 76. Nel contesto di un ideale test in tre fasi elaborato per valutare la scorrettezza della pratica commerciale M. BERTANI, (nt. 10), 66, suggerisce che occorra verificare «quale sia l'utilità concretamente ricercata» dal consumatore medio, utilità che può ben essere diversa o ulteriore rispetto a quello del mero rapporto qualità-prezzo. Ed è ragionevole ipotizzare – anche alla luce degli studi che mostrerebbero la disponibilità (quanto meno in astratto) di un numero via via crescente di consumatori a pagare un *premium price* per l'acquisto di prodotti ecosostenibili – come le qualità ambientali dei prodotti acquistati costituiscano un aspetto essenziale dell'utilità concretamente ricercata da molti di quei consumatori che, ai fini di questo contributo, è possibile qualificare come *green consumer*. D'altra parte, lo stesso considerando n. 18 della direttiva UCP riconosce che il prototipo del consumatore medio possa richiedere di essere articolato – «[c]onformemente al principio di proporzionalità, e per consentire l'efficace applicazione delle misure di protezione» previste dalla direttiva – in sottotipi dalle caratteristiche peculiari, per ricostruire i quali può essere opportuno considerare «fattori sociali, culturali e linguistici».

³⁹ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 76 ss.

⁴⁰ Si veda B. PARGUEL, F. BENOIT-MOREAU, C. RUSSELL, *Can evoking nature in advertising mislead consumers? The power of "executional greenwashing"*, in *Int. J. Advert.*, 2015, 107 ss.

⁴¹ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 76.

considerando n. 33 della Proposta di direttiva *Green Claims* evidenzia come «[l]a formulazione, l'apparato iconografico e la presentazione generale del prodotto [...], comprese l'impostazione grafica e la scelta di colori, immagini, fotografie, suoni, simboli o marchi, dovrebbero fornire una rappresentazione veritiera e accurata della portata del beneficio per l'ambiente».

La distinzione tra aspetti verbali e non verbali della comunicazione commerciale è tutt'altro che trascurabile, giacché sono proprio questi ultimi a risultare spesso decisivi nel determinare i comportamenti di acquisto dei consumatori. Le ricerche di psicologia del consumo evidenziano infatti: (i) da un lato, che la vista assume un ruolo nettamente prevalente rispetto agli altri sensi (non a caso oltre l'80% della comunicazione avviene attraverso mezzi non verbali)⁴²; (ii) dall'altro, che frequentemente i comportamenti di acquisto sono innescati e governati da fattori irrazionali più che da fattori razionali, che essi vengono sollecitati prevalentemente da elementi non verbali della comunicazione e, infine, che i consumatori spesso non sono consapevoli dell'influenza di tali elementi, e dunque solo con difficoltà riescono a sottrarsi ai tentativi di manipolazione⁴³. La prevalenza degli aspetti non verbali della comunicazione sembrerebbe peraltro confermata anche nello specifico contesto della comunicazione commerciale di carattere ambientale: alcuni studi hanno infatti dimostrato il rilevante potenziale di condizionamento dell'*executional greenwashing*, pur a fronte di informazioni specifiche e corrette sotto il profilo ambientale⁴⁴.

Ciò osservato, è opportuno tornare a concentrare l'attenzione sui profili verbali della comunicazione. Sotto tale aspetto, il citato principio di chiarezza esibisce alcuni corollari, che conviene considerare partitamente.

In primo luogo, perché l'asserzione ambientale sia chiara essa deve essere completa, ossia deve veicolare tutte le informazioni rilevanti al fine di consentire una sua corretta comprensione. La completezza sembra configurarsi, in questo senso, come un attributo della chiarezza che rileva sotto il profilo della quantità di

⁴² Cfr. N. OLIVERO, V. RUSSO, *Psicologia dei consumi*, Milano, McGraw-Hill, 2022, 44 s. N. KOSMYNA, J.T. LINDGREN, A. LÉCUYER, *Attending to Visual Stimuli versus Performing Visual Imagery as a Control Strategy for EEG-based Brain-Computer Interfaces*, in *Sci. rep.*, 2018, 8(1), 13222, ricordano che «the human brain processes images 60,000 times faster than text, and 90 percent of information transmitted to the brain is visual».

⁴³ Cfr. S. BECHER, Y. FELDMAN, *Manipulating, Fast and Slow: The Law of Non-Verbal Market Manipulations*, in *Cardozo L. Rev.*, 2016, 459 ss., il quale sottolinea come «the law largely ignores numerous non-verbal selling manipulations that attempt to influence decision-making in subtle and unconscious ways».

⁴⁴ Cfr. F. BONCINELLI, F. GERINI, G. PIRACCI, R. BELLIA, L. CASINI, *Effect of executional greenwashing on market share of food products: An empirical study on green-coloured packaging*, in *J. Clean. Prod.*, 2023, a. 136258; B. PARGUEL, F. BENOIT-MOREAU, C.A. RUSSELL, (nt. 40), 107 ss.; G. SEO, G.L. SCAMMON, *Do green packages lead to misperceptions? The influence of package colors on consumers' perceptions of brands with environmental claims*, in *Mark. Lett.*, 2017, 357 ss.

informazioni fornite rispetto a quelle effettivamente necessarie: una quantità insufficiente rispetto a quella necessaria rischia infatti di compromettere la possibilità del consumatore di ottenere una corretta intelligenza del messaggio commerciale. Al contempo, anche un eccesso di informazioni rischia di compromettere la chiarezza dell'asserzione ambientale a causa dello sforzo cognitivo imposto dal c.d. *information overload*. Si potrebbe pertanto concludere che il principio di completezza ha a sua volta un ulteriore corollario costituito dal principio di rilevanza dell'informazione, in base al quale l'asserzione ambientale è conforme al principio di chiarezza se presenta tutte le informazioni rilevanti relative alle caratteristiche essenziali del prodotto, e solo le informazioni rilevanti⁴⁵. E per rilevanti, in questo contesto, sono da intendersi le informazioni che siano non soltanto pertinenti, ossia caratterizzate da un rapporto di attinenza tematica rispetto all'oggetto dell'asserzione ambientale, ma anche significative, ossia non marginali rispetto all'intero ciclo di vita del prodotto⁴⁶.

Un ulteriore corollario del principio di chiarezza è costituito dal principio di specificità dell'asserzione ambientale: aspetto della chiarezza che attiene all'oggetto dell'informazione, la quale può considerarsi specifica se e nella misura in cui sia contestualizzata – così da chiarire la portata e i limiti dell'asserzione⁴⁷ – e non sia al contrario caratterizzata da genericità o vaghezza.

Il rispetto del principio di specificità dell'informazione può talora rendere necessaria la fornitura di informazioni ulteriori rispetto a quelle veicolate tramite il *claim* ambientale⁴⁸. Non è peraltro agevole comprendere se e come il principio di specificità possa essere rispettato quando lo spazio offerto dal contesto comunicativo di riferimento sia limitato. Sul punto, la Commissione sembra voler assumere una prospettiva intransigente – improntata a quello che in ambito autodisciplinare interno viene definito come principio di autosufficienza del messaggio pubblicitario⁴⁹ – precisando che «[d]i norma, non si dovrebbero introdurre asserzioni ambientali se non è presente lo spazio per specificarle»⁵⁰, con ciò suggerendo che

⁴⁵ Per una riflessione di carattere più generale sul tema del contrasto tra un approccio normativo spesso improntato al *right to know* e la reazione individuale agli eccessi informativi v. C.R. SUNSTEIN, *Too Much Information: Understanding What You Don't Want to Know*, Cambridge, MIT Press, 2020.

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 78. Cfr. ora anche il considerando n. 16 della Proposta di direttiva *Green Claims*.

⁴⁷ Coerentemente la direttiva 2024/825/UE inserisce nell'Allegato I della direttiva 2005/29/CE un punto 4-ter che sanziona la formulazione di «un'asserzione ambientale concernente il prodotto nel suo complesso o l'attività dell'operatore economico nel suo complesso quando riguarda soltanto un determinato aspetto del prodotto o uno specifico elemento dell'attività dell'operatore economico».

⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 77.

⁴⁹ Su cui si rinvia nuovamente a C. ALVISI, F. COSTA, M.C. REALE, (nt. 18), 143 ss.

⁵⁰ Così COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 81.

eventuali specificazioni del *claim* ambientale collocate in un contesto diverso rispetto a quello in cui è formulato quest'ultimo potrebbero risultare inidonee a soddisfare il principio di specificità dell'informazione.

Tale impostazione, che sembrerebbe trovare una sponda normativa nella direttiva 2024/825/UE⁵¹, appare peraltro più stringente rispetto a quella originariamente assunta dal legislatore sovranazionale, che all'art. 7, par. 3, UCPD, stabiliva e tuttora stabilisce che laddove «il mezzo di comunicazione impiegato per comunicare la pratica commerciale imponga restrizioni in termini di spazio o di tempo, nel decidere se vi sia stata un'omissione di informazioni si tiene conto di dette restrizioni e di qualunque misura adottata dal professionista per mettere le informazioni a disposizione dei consumatori con altri mezzi». Con approccio pragmatico, l'art. 5, par. 6, della Proposta di direttiva *Green Claims* analogamente suggerisce che le informazioni rilevanti ai fini della corretta comprensione di una *environmental claim* possano essere veicolate tramite un rimando «sotto forma di link, codice QR o equivalente», con ciò ammettendo che esse possano essere posizionate in un luogo diverso rispetto a quello in cui è presentato il *claim*.

Ciò osservato, quando lo spazio non manchi e le informazioni supplementari siano presentate nello stesso contesto in cui è contenuta l'asserzione principale assumerà rilevanza, nell'ottica di valutare il rispetto del principio di specificità, anche la posizione in cui tali informazioni sono collocate: gli Orientamenti precisano a questo proposito che «la posizione dell'asserzione ambientale principale e quella delle informazioni supplementari su tale asserzione dovrebbero consentire a un consumatore medio di comprendere il collegamento tra le due parti»⁵². Tale

⁵¹ Al cui considerando n. 9 viene precisato che un'asserzione ambientale non è considerata generica se la sua specificazione «è fornita in termini chiari ed evidenti tramite lo stesso mezzo, quale il medesimo annuncio pubblicitario, la confezione del prodotto o l'interfaccia di vendita online». Coerentemente, da un lato la direttiva 2024/825/UE definisce all'art. 1 come «asserzione ambientale generica» qualunque «asserzione ambientale formulata per iscritto o in forma orale, anche attraverso media audiovisivi, non inclusa in un marchio di sostenibilità e la cui specificazione non è fornita in termini chiari ed evidenti tramite lo stesso mezzo di comunicazione», dall'altro inserisce nell'Allegato I della direttiva UCP relativo alle pratiche considerate in ogni caso sleali un punto 4-*bis* concernente la formulazione di un'asserzione ambientale generica «per la quale l'operatore economico non è in grado di dimostrare l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali pertinenti all'asserzione». Verrebbe dunque di concludere che nella prospettiva della Commissione, l'unico caso in cui l'impresa potrebbe lecitamente formulare asserzioni ambientali esplicite (in modo diverso dall'adozione di un marchio di sostenibilità) senza specificarle tramite il medesimo mezzo di comunicazione sia quello in cui il prodotto oggetto dell'asserzione ambientale sia in grado di esprimere «prestazioni ambientali di riconosciuta eccellenza», ossia, secondo la definizione fornita dal succitato art. 1 della direttiva 2024/825/UE, «prestazioni ambientali conformi al regolamento (CE) n. 66/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, a un sistema nazionale o regionale di assegnazione di marchi di qualità ecologica di tipo I in conformità della norma EN ISO 14024, ufficialmente riconosciuto negli Stati membri, oppure conformi alle migliori prestazioni ambientali ai sensi delle altre disposizioni applicabili del diritto dell'Unione».

⁵² COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 80.

prescrizione integra un ulteriore corollario del principio di chiarezza, che si potrebbe definire principio di accessibilità dell'informazione: esso andrebbe opportunamente inteso, peraltro, non solo come riferito al posizionamento dell'informazione, ma anche, più in generale, a tutti quegli aspetti grafici (per esempio la dimensione dei caratteri) che possono agevolare o, viceversa, rendere più difficoltosa la lettura delle informazioni.

Gli Orientamenti della Commissione, infine, pongono in luce il rilievo dell'accuratezza e della inequivocabilità dell'asserzione ambientale.

Il principio di accuratezza dell'informazione può essere declinato in diversi modi⁵³, e tuttavia in una prima e fondamentale accezione esso parrebbe fare riferimento alla precisione del linguaggio utilizzato per veicolare il *claim* ambientale. La precisione del linguaggio, peraltro, quanto meno in alcuni casi, è suscettibile di entrare in conflitto con lo stesso principio di chiarezza, nella misura in cui quest'ultimo suggerisce di evitare il ricorso a termini tecnici oltremodo complessi per il consumatore medio. In una materia caratterizzata da un tasso di tecnicismo ineludibile, tuttavia, l'uso di termini tecnici potrebbe risultare necessario proprio per assicurare l'accuratezza dell'informazione ambientale. In questa prospettiva, la ricerca di un necessario bilanciamento tra accuratezza e chiarezza dell'asserzione ambientale dovrebbe suggerire di ricorrere a termini tecnici solo quando questi siano realmente indispensabili per la corretta comprensione dell'informazione fornita, mettendo viceversa al bando i cc.dd. pseudo-tecnicismi.

Un uso accurato del linguaggio appare inoltre difficilmente compatibile con l'adozione di tecniche comunicative che facciano leva in modo manipolatorio – e dunque, si potrebbe dire, in violazione di quel principio di buona fede che informa la disciplina sulle pratiche commerciali sleali – sul *framing* positivo⁵⁴: non a caso,

⁵³ Ivi incluso quello dell'aggiornamento dell'asserzione ambientale: così COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 82, giacché una «dichiarazione può essere corretta e pertinente in relazione al prodotto quando viene usata per la prima volta, ma potrebbe diventare meno significativa con il passare del tempo».

⁵⁴ In generale, sugli effetti che il *framing* è suscettibile di produrre sulle scelte individuali (e dunque anche sulle scelte di consumo), v. A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *The Framing Decision and the Psychology of Choice*, in *Science*, 1981, 453 ss. C.S. SUNSTEIN, *Fifty Shades of Manipulation*, in *J. Marketing Behav.*, 2016, 14, precisa che «framing is not the same as manipulation», non fosse altro perché un qualche tipo di *framing* di per sé è inevitabile nei processi comunicativi. Resta chiaramente il problema di determinare quando il *framing* trascenda in comportamenti manipolatori. Sul punto lo stesso autore sostiene, condivisibilmente, che «an effort to influence people's choices counts as manipulative to the extent that it does not sufficiently engage or appeal to their capacity for reflection and deliberation». M. BERTANI, (nt. 10), 45 osserva che il divieto di pratiche manipolatorie emerga in modo solo puntuale, e non generale, nella disciplina sovranazionale in materia di pratiche commerciali sleali, con la conseguenza che ci si dovrebbe interrogare sulla «inopportunità di vietarle con una previsione di carattere più generale, che a sua volta riflette probabilmente la difficoltà di applicare una regola di questo genere in modo coerente con basilari esigenze di certezza del diritto». Sembrerebbe peraltro che gli Orientamenti della Commissione sanzionino in modo piuttosto generalizzato le pratiche manipolatorie, e non solo nella prospettiva di repressione del *green-*

in via esemplificativa, gli Orientamenti suggeriscono in relazione a prodotti particolarmente inquinanti (come per es. quelli basati sui combustibili fossili) di evitare affermazioni come “rispettosi dell’ambiente”, più accattivanti sul piano del *marketing* ma certamente meno accurate rispetto a “meno dannosi per l’ambiente”⁵⁵.

La Commissione indica infine, come ultimo principio per la formulazione di asserzioni ambientali corrette, quello della inequivocabilità dell’informazione. Si potrebbe essere indotti a ritenere che tale principio resti assorbito da quelli fin qui succintamente illustrati, supponendo che un’informazione chiara, specifica, completa e accurata sia per ciò stesso inequivocabile. A ben vedere, tuttavia, la complessità intrinseca dei processi comunicativi e la notevole quantità di *bias* cognitivi cui è soggetto il consumatore⁵⁶ rendono l’enucleazione di tale principio tutt’altro che ridondante. È sufficiente qui menzionare l’ipotesi di un’informazione chiara, specifica, completa e accurata relativa all’assenza, all’interno di un determinato prodotto, di una sostanza nociva per l’ambiente il cui impiego sia vietato per legge⁵⁷. Appare evidente, in casi come questo, che l’enfasi posta sull’assenza di tale sostanza potrebbe indurre a ritenerla un pregio del prodotto da parte del consumatore che ignori l’esistenza del divieto normativo. E analogamente fuorviante, per le stesse ragioni, risulterebbe un’informazione pur chiara, completa, specifica e accurata relativa a caratteristiche ambientali positive di un prodotto che siano però del tutto comuni all’interno dello specifico settore merceologico di riferimento⁵⁸.

3. *Sui rapporti tra la disciplina in materia di pratiche commerciali sleali e la disciplina in materia di marchi d’impresa.*

Come osservato in precedenza, gli Orientamenti della Commissione sull’interpretazione e applicazione della direttiva 2005/29/CE chiariscono che il *greenwashing* può essere realizzato mediante «tutte le forme di pratiche commerciali delle imprese nei confronti dei consumatori concernenti gli attributi ambientali dei prodotti». Soggiungono inoltre che esso – anche in virtù della rilevante ampiezza del-

washing. Per quanto concerne la repressione delle pratiche commerciali online basate sull’uso di dati personali e *dark patterns* (modelli oscuri), la Commissione distingue per esempio le «tecniche di vendita o pubblicità estremamente persuasive» e le «pratiche commerciali che possono essere manipolatorie e di conseguenza sleali» (corsivo aggiunto) sulla base (anche) della loro opacità: cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 100.

⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 78. Si tratta di un’indicazione che parrebbe del tutto coerente con il rilievo che il *framing* manipolatorio assume all’interno della direttiva UCP.

⁵⁶ Per una rassegna dei quali v. M. BERTANI, (nt. 10), 20 ss.

⁵⁷ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 83.

⁵⁸ V. ora anche l’art. 3, par. 1, lett. e), della Proposta di direttiva *Green Claims*.

la definizione di «pratica commerciale» fornita dall'art. 2 UCPD⁵⁹ – può servirsi di «tutti i tipi di affermazioni, informazioni, simboli, loghi, elementi grafici e marchi». In una prospettiva del tutto coerente, la direttiva 2024/825/UE introduce ora nel citato art. 2 UCPD la definizione di «asserzione ambientale», precisando che quest'ultima, nel contesto di una comunicazione commerciale, può essere integrata da qualsiasi «messaggio o rappresentazione avente carattere non obbligatorio [...] compresi testi e rappresentazioni figurative, grafiche o simboliche, quali marchi, nomi di marche, nomi di società o nomi di prodotti [...]».

Che un marchio costituisca uno strumento di comunicazione commerciale dell'impresa e che, al ricorrere di determinate condizioni, esso rientri pienamente nel perimetro di applicazione della direttiva 2005/29/CE sembra, dunque, circostanza della quale non è lecito dubitare, e di cui in generale non dubita la dottrina⁶⁰. È pertanto necessario chiarire quali siano i rapporti tra la disciplina in materia di pratiche commerciali sleali e quella in materia di marchi d'impresa, costituita nel contesto del diritto dell'Unione – che è quello sul quale più specificamente ci si sofferma in questa sede – dalla direttiva (UE) 2015/2436 sul ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri in materia di marchi d'impresa (in seguito “DM”)⁶¹ e dal regolamento (UE) 2017/1001 sul marchio dell'Unione europea (in seguito “RMUE”)⁶².

⁵⁹ La quale può essere integrata genericamente da «qualsiasi azione, omissione, condotta o dichiarazione, comunicazione commerciale, ivi compresi la pubblicità e il marketing, posta in essere da un professionista, direttamente connessa alla promozione, vendita o fornitura di un prodotto ai consumatori». L'ampiezza della definizione di cui all'art. 2, par. 1, lett. d), UCPD è tale da aver avere autorizzato la Corte di giustizia a ritenere che vi rientrino anche tutte «le attività del professionista conseguenti a un'operazione commerciale relativa a qualsiasi bene o servizio», ivi inclusi gli atti isolati diretti a un singolo consumatore e, pertanto, anche «la comunicazione di un'informazione effettuata [...] da un'impresa nell'ambito dell'assistenza post-vendita relativa a un abbonamento a un servizio di diffusione televisiva via cavo sottoscritto da un privato»: in questo senso CGUE, 16 aprile 2015, causa C-388/13, *UPC Magyarország*, 36 s.

⁶⁰ P.E. FRASSI, *Lo statuto di non decettività del marchio tra diritto interno, diritto comunitario ed alla luce della disciplina sulle pratiche commerciali ingannevoli*, in *Riv. dir. ind.*, 2009, I, 42 s., osserva a tale proposito che nella definizione di pratica commerciale ingannevole «sono ricomprese tutte le ipotesi di marchi significativi decettivi *ab origine* o divenuti tali a seguito del modo e del contesto in cui sono stati utilizzati». In senso analogo v. anche J. CIANI SCIOLLA, *Sostenibilità ambientale e strategie di brand messaging: i vincoli imposti dalla normativa sui segni distintivi d'impresa e il ruolo dei marchi di certificazione*, in M. TAVELLA, *Comunicazione, marketing e sostenibilità ambientale*, Torino, Giappichelli, 2022, 149. Il punto sembrerebbe pacifico anche per la dottrina straniera, che non a caso ha sottolineato come «there is a tight connection between commercial practices, in particular advertising and marketing, and trademark»: così M. DUROVIC, *European Law on Unfair Commercial Practices and Contract Law*, Oxford-Portland, Hart, 2016, 80.

⁶¹ Direttiva (UE) 2015/2436 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 dicembre 2015, sul ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri in materia di marchi d'impresa, in *GUUE*, n. L 336 del 23 dicembre 2015, 1 ss.

⁶² Regolamento (UE) 2017/1001 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, sul marchio dell'Unione europea, in *GUUE*, n. L 154 del 16 giugno 2017, 1 ss.

Ora, il considerando n. 9 della direttiva UCP chiarisce che quest'ultima «non pregiudica [...] l'applicazione delle disposizioni comunitarie e nazionali relative [...] ai diritti di proprietà intellettuale», tra le quali sono da certamente annoverare quelle in materia di marchi d'impresa. Il successivo considerando n. 10 evidenzia ulteriormente la necessità di «garantire un rapporto coerente tra la presente direttiva e il diritto comunitario esistente, soprattutto per quanto concerne le disposizioni dettagliate in materia di pratiche commerciali sleali applicabili a settori specifici». È dunque opportuno chiedersi: (i) se le norme che costituiscono il c.d. statuto di non decettività del marchio⁶³ possano essere considerate delle «disposizioni dettagliate in materia di pratiche commerciali sleali» applicabili allo specifico ambito dei marchi d'impresa; e, in tal caso, (ii) quali conseguenze ne discendano sul piano dell'interpretazione e dell'applicazione della disciplina dei marchi.

La risposta alla prima domanda parrebbe affermativa, e ciò non solo perché l'uso di marchi nell'attività commerciale integra una «pratica commerciale» ai sensi dell'art. 2, lett. d), UCPD. Gli artt. 4, par. 1, lett. g), DM e 7, par. 1, lett. g), RMUE, vietano infatti la registrazione del – e, specularmente, gli artt. 20, par. 1, lett. b), DM e 58, par. 1, lett. c), RMUE sanzionano con la decadenza il – marchio d'impresa che sia suscettibile di «indurre in errore il pubblico, per esempio circa la natura [o] la qualità [...] del prodotto o del servizio». Tale previsione appare sostanzialmente sovrapponibile all'art. 6, par. 1, lett. a) e b), UCPD, che qualifica come sleale la pratica commerciale che «inganni o possa ingannare il consumatore medio»⁶⁴ in relazione, per esempio, alla «natura del prodotto», ovvero alle sue «caratteristiche principali». Le norme che costituiscono lo statuto di non decettività del marchio sembrano dunque sanzionare nello specifico contesto dei segni distintivi quel medesimo disvalore che, in termini generali, la direttiva 2005/29/CE individua in tutti i comportamenti dell'impresa contrari alla diligenza professionale e in grado di ingannare il consumatore falsandone in misura rilevante il comportamento economico.

Se le norme in materia di non decettività del marchio costituiscono delle «disposizioni dettagliate in materia di pratiche commerciali sleali» applicabili nello specifico contesto dei marchi d'impresa⁶⁵ occorre comprendere meglio in che

⁶³ Cfr. P.E. FRASSI, (nt. 60), 29 ss.; e già il precedente P.E. FRASSI, *Nullità assoluta e relativa del marchio. Osservazioni in margine al d.lgs. 1999/447*, in *Riv. dir. ind.*, 2000, I, 169.

⁶⁴ Sebbene l'art. 6, par. 1, lett. a) e b), UCPD richiami la nozione di «consumatore medio» e le norme in materia di marchio d'impresa facciano più genericamente riferimento al «pubblico», è del tutto pacifico che, anche nel caso del marchio d'impresa, il riferimento soggettivo delle norme sia costituito dal consumatore medio: cfr. in questo senso EUIPO, *Direttive concernenti l'esame dinanzi all'Ufficio*, <https://guidelines.euipo.europa.eu/binary/2058849/2000000000>, 590, ove si osserva con riferimento al carattere decettivo del marchio che il «pubblico di riferimento è composto da persone normalmente informate, attente e avvedute, il che significa che il consumatore medio è ragionevolmente attento e non particolarmente vulnerabile all'inganno».

⁶⁵ Non sembrerebbe peraltro determinante, al fine di sostenere la tesi opposta, la circostanza che,

modo possa essere garantito quel «rapporto coerente» tra le due discipline richiamato dal considerando n. 10 della direttiva 2005/29/CE.

Il medesimo considerando parrebbe invero escludere *tout court* l'applicazione di tale direttiva laddove esista una *lex specialis* che disciplini, nell'ambito di uno specifico settore, condotte commerciali che possono essere qualificate come sleali già ai sensi di tale *lex specialis*: precisa infatti il considerando n. 10 che la direttiva 2005/29/CE «si applica soltanto qualora non esistano norme di diritto comunitario specifiche che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali», e che la direttiva UCP offre tutela ai consumatori solo quando «a livello comunitario non esista una specifica legislazione di settore». Tale conclusione parrebbe trovare un avallo anche nella giurisprudenza della Corte di giustizia⁶⁶.

Il considerando n. 10 della direttiva 2005/29/CE sembrerebbe dunque, almeno apparentemente, escludere la possibilità che le norme ivi contenute trovino applicazione rispetto a una pratica commerciale che si avvalga dell'uso di un marchio d'impresa, dal momento che la disciplina sovranazionale in materia di marchi già contiene regole specifiche relative alla registrabilità e all'uso di segni distintivi idonei a trarre in inganno il pubblico dei consumatori. Se tale conclusione fosse corretta, tuttavia, ci si dovrebbe interrogare sul senso di includere i marchi come possibile veicolo di una «asserzione ambientale» suscettibile di integrare una pratica commerciale sleale secondo quanto indicato dall'art. 1, par. 1, lett. b), della direttiva 2024/825/UE, dal momento che marchi ingannevoli sotto il profilo ambientale sarebbero (e potrebbero essere solo) sanzionati dalle norme in materia di non decettività del segno, senza che possa mai entrare in gioco la disciplina in materia di pratiche commerciali sleali.

Rispetto alle indicazioni contenute nel considerando n. 10, la lettura dell'art. 3, par. 4, UCPD parrebbe suggerire un rapporto meno radicalmente alternativo tra la *lex generalis* costituita dalla direttiva sulle pratiche commerciali sleali e le discipline di settore. Nel determinare l'ambito di applicazione della prima, infatti, la disposizione ora citata precisa che le norme di diritto dell'Unione che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali prevalgono sulle norme della direttiva 2005/29/CE solo «in caso di contrasto»⁶⁷; contrasto che certamente postula

rispetto alla disciplina delle pratiche commerciali sleali, i marchi costituiscano uno «specifico settore» in senso strumentale (costituiscano, in altri termini, uno strumento specifico attraverso il quale è possibile realizzare una pratica commerciale sleale) e non in senso oggettivo (ossia non in relazione a uno specifico segmento merceologico). Quello della specificità strumentale è, infatti, pur sempre un aspetto che consente di enucleare un rapporto di specialità tra norme.

⁶⁶ Cfr. CGUE, 10 settembre 2020, causa C-363/19, *Konsumentombudsmannen*.

⁶⁷ La medesima dizione caratterizza la norma interna di recepimento, costituita dall'art. 19, terzo comma, cod. cons. La nostra giurisprudenza amministrativa, nel ricondurre tale ipotesi al principio di specialità, ha osservato che l'ipotesi del contrasto tra norme «consist[e] in una difformità di disciplina tale da rendere illogica la sovrapposizione delle due regole», così che occorrerebbe leggere il termine contrasto «come diversità di disciplina, poiché la *voluntas legis* appare essere quella di evi-

un'interferenza tra norme ma non coincide (né può ragionevolmente coincidere) con qualunque interferenza tra norme. Quando un «contrasto» in senso stretto non vi sia, dunque, le norme della direttiva 2005/29/CE potrebbero validamente integrare la disciplina di settore.

Nella prospettiva interpretativa ora indicata parrebbero muoversi, d'altra parte, anche gli Orientamenti della Commissione, nel cui contesto si osserva che «in generale, l'applicazione della direttiva non è di per sé esclusa solo perché esistono altre normative dell'UE che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali»⁶⁸.

La giurisprudenza della Corte di giustizia fornisce utili riferimenti per l'interpretazione della nozione di «contrasto tra le disposizioni» di cui all'art. 3, par. 4, UCPD. Nella sentenza *Wind Tre*, la Corte ha infatti chiarito che la nozione di contrasto «denota un rapporto tra le disposizioni cui si riferisce che va oltre la mera difformità o la semplice differenza, mostrando una divergenza che non può essere superata mediante una formula inclusiva che permetta la coesistenza di entrambe le realtà, senza che sia necessario snaturarle»⁶⁹. Un contrasto, allora, sussisterebbe solo quando disposizioni estranee alla direttiva sulle pratiche commerciali sleali disciplinanti aspetti specifici di queste ultime «impongono ai professionisti, senza alcun margine di manovra, obblighi incompatibili con quelli stabiliti dalla direttiva 2005/29»⁷⁰.

Ora, già da quanto osservato in precedenza con riferimento alle norme che costituiscono lo statuto di non decettività del marchio è possibile supporre che non vi sia alcun contrasto di principio tra queste ultime e le previsioni della direttiva sulle pratiche commerciali sleali. Il che consentirebbe verosimilmente di concludere che, nell'interpretazione delle norme relative allo statuto di non decettività del marchio, le disposizioni della direttiva in materia di pratiche commerciali sleali possano essere utilmente impiegate per integrare le prime⁷¹, e ciò almeno nei casi in cui non sia dato ravvisare evidenti ragioni che suggeriscano la disapplicazione *tout court* della norma generale.

Il giudizio sulla non decettività del marchio segue in ogni caso logicamente

tare una sovrapposizione di discipline di diversa fonte e portata, a favore della disciplina che più presenti elementi di specificità rispetto alla fattispecie concreta. In altre parole, la disciplina generale va considerata quale livello minimo essenziale di tutela, cui la disciplina speciale offre elementi aggiuntivi e di specificazione»: così Cons. St., 11 maggio 2012, n. 13, reperibile nella banca dati *De-Jure*. Per una più ampia rassegna sul tema v. P. COTTAFAVI, *sub art. 19 cod. cons.*, in *Commentario breve alle leggi su Proprietà intellettuale e concorrenza*⁷, a cura di L.C. UBERTAZZI, Padova, Cedam, 2019, 2895 ss.

⁶⁸ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 9.

⁶⁹ Così CGUE, 13 settembre 2018, cause riunite C-54/17 e C-55/17, *Wind Tre*, par. 60.

⁷⁰ CGUE, (nt. 69), par. 61.

⁷¹ Nello stesso senso G. DE CRISTOFARO, voce «Pratiche commerciali scorrette», in *Enc. dir.*, Annali V, Milano, Giuffrè, 2012, 1105 s.

quello relativo al suo carattere distintivo, ed a questo specifico profilo che occorre in prima battuta rivolgere l'attenzione.

4. Principi fondamentali in materia di environmental claims e divieto di registrazione dei segni privi di carattere distintivo.

Non può sfuggire all'interprete come il rispetto delle indicazioni fornite dagli Orientamenti della Commissione in relazione all'interpretazione degli artt. 6 e 7 UCPD presenti rilevanti criticità nella sua applicazione ai marchi d'impresa, e ciò fin dal momento di valutarne il carattere distintivo. Gli Orientamenti prevedono infatti che le asserzioni ambientali siano caratterizzate da qualità tali (veridicità, chiarezza, completezza, rilevanza, specificità, accuratezza, inequivocabilità) da apparire difficilmente compatibili con il divieto di registrare segni privi di carattere distintivo, categoria generale al cui interno – al di là della sistematica adottata dal legislatore sovranazionale – ricadono anche i segni e le indicazioni descrittivi o di uso comune⁷² e che, per quanto più strettamente rileva in questa sede, comprende i segni e le indicazioni che descrivono o sono comunemente utilizzati nel commercio per riferirsi a qualità ambientali dei prodotti contrassegnati. In questo senso si potrebbe osservare che quanto più un marchio comunichi al consumatore in modo corretto, chiaro, completo, specifico, accurato e inequivocabile informazioni relative alle qualità ambientali di un prodotto, tanto più esso tenderà a soddisfare i requisiti previsti dagli artt. 6 e 7 UCPD (e a non integrare la condotta ora sanzionata dal punto 4-*bis* dell'Allegato I alla direttiva UCP), ma tanto meno riuscirà a superare gli ostacoli alla registrazione posti dagli artt. 4, par. 1, lett. c) e d), DM e 7, par. 1, lett. c) e d), RMUE. Viceversa, quanto più un marchio c.d. verde risulti sintetico, suggestivo, fantasioso, originale, tanto più esso sarà provvisto di carattere distintivo, e sarà dunque validamente registrabile, ma tanto meno agevolmente sarà in grado di sottrarsi ai rilievi che potrebbero essere mossi in base alla disciplina sulle pratiche commerciali sleali.

Che la positiva verifica del carattere distintivo del marchio sia un problema serio e concreto rispetto ai *green trademarks* è circostanza che parrebbe trovare con-

⁷² La disciplina sovranazionale in materia di marchi mantiene distinti gli impedimenti assoluti alla registrazione rappresentanti dai marchi privi di carattere distintivo, dai marchi (esclusivamente) descrittivi e dai marchi (esclusivamente) composti da indicazioni di uso comune: cfr. art. 7, par. 1, lett. b), c) e d), RMUE, e analogamente l'art. 4, par. 1, lett. b), c) e), DM. Al contrario, l'art. 13 c.p.i. individua la seconda e la terza categoria come ipotesi particolari della prima (che avrebbe peraltro, sostanzialmente, carattere residuale). G. SIRONI, *sub* art. 13 c.p.i., in *Codice della proprietà industriale*, a cura di A. VANZETTI, Milano, Giuffrè, 2013, 211, osserva che «la sistematica del c.p.i. è senz'altro più corretta, dato che ciò che fa difetto alle denominazioni generiche, alle indicazioni descrittive e ai segni di uso comune è appunto il carattere distintivo», conclusione alla quale è peraltro giunta in via interpretativa anche la CGUE.

ferma anche nella prassi dell'EUIPO e nella giurisprudenza sovranazionale da essa derivata. Da una loro prima analisi emerge infatti una tendenza a respingere le domande di registrazione di marchi cc.dd verdi proprio in conseguenza di un difetto di distintività, molto più che a causa del loro (eventuale) carattere decettivo: è in base al primo aspetto, per limitarsi ad alcuni esempi, che sono state rigettate le domande di registrazione di marchi come *ECODOWN*⁷³, *ecoDoor*⁷⁴, *Green-world*⁷⁵, *Carbon Green*⁷⁶, *EcoPerfect*⁷⁷, *Biomild*⁷⁸, *Greenline*⁷⁹, *Ottagono verde*⁸⁰, *Eco Rope*⁸¹ ed *Envirowall*⁸².

Si tratta di valutazioni che, in concreto, possono ritenersi spesso condivisibili. In termini generali e astratti, tuttavia, non può tacersi come una valutazione particolarmente rigorosa degli impedimenti assoluti alla registrazione di cui agli artt. 4, par. 1, lett. c) e d), DM e 7, par. 1, lett. c) e d), RMUE si ponga in contraddizione con la posizione piuttosto tollerante assunta dal legislatore europeo nei confronti dei marchi espressivi, categoria alla quale appartengono, seppure in misura variabile, la maggioranza dei *green trademarks*. Le norme ora citate escludono infatti la registrabilità solo dei marchi *stricto sensu* descrittivi, ossia dei marchi costituiti «esclusivamente» da segni o indicazioni: (i) che in commercio possono servire per designare, tra l'altro, qualità o caratteristiche del prodotto (e, per quanto qui rileva, anche qualità o caratteristiche rilevanti sotto il profilo ambientale); ovvero (ii) che sono di uso comune nel linguaggio corrente o nelle consuetudini commerciali per riferirsi a qualità o caratteristiche del prodotto stesso (si pensi a termini come “eco” o “green”, o al colore verde, utilizzati per evocare la particolare sostenibilità ambientale di un prodotto)⁸³.

⁷³ Trib. UE, 15 giugno 2022, causa T-338/21.

⁷⁴ CGUE, 10 luglio 2014, causa C-126/13 P, *BSH / UAMI*.

⁷⁵ Trib. UE, 27 febbraio 2015, causa T-106/14, *Universal Utility International / UAMI*.

⁷⁶ Trib. UE, 11 aprile 2013, causa T-294/10, *CBp Carbon Industries / UAMI*.

⁷⁷ Trib. UE, 24 aprile 2012, causa T-328/11, *Leifheit / UAMI*.

⁷⁸ CGCE, 12 febbraio 2004, causa C-265/00, *Campina Melkunie*.

⁷⁹ EUIPO, 30 marzo 2007, n. R 125/2007-2, *Greenline*.

⁸⁰ Trib. UE, 25 settembre 2015, causa T-209/14 – *Bopp / UAMI*.

⁸¹ EUIPO, 21 dicembre 2022, decisione relativa alla domanda n. 018728006.

⁸² EUIPO, 13 settembre 2021, decisione relativa alla domanda n. 018428043.

⁸³ EUIPO, (nt. 64), 399, afferma che i termini «eco» e «green» sono specificamente privi di carattere distintivo, non di uso comune. Si tratta tuttavia di termini, come riconosce lo stesso Ufficio, «usat[i] così frequentemente da aver perso qualsiasi capacità di distinguere prodotti e servizi», e dunque, appunto, di uso comune. In taluni casi (e in relazione a taluni contesti) il legislatore sovranazionale ha disciplinato in modo specifico l'uso di termini e abbreviazioni che richiamano qualità ambientali di determinati prodotti, come appunto il prefisso «eco»: v. per es. il regolamento (UE) 2018/848 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2018, relativo alla produzione biologica e all'etichettatura dei prodotti biologici e che abroga il regolamento (CE) n. 834/2007 del Consiglio, in *GUUE*, n. L 150 del 14.06.2018, 1 ss.

L'uso dell'avverbio «esclusivamente» all'interno delle norme appena citate dovrebbe suggerire all'interprete l'opportunità di relativizzare, quanto meno in una certa misura, la valenza del requisito di distintività del marchio. Lette *a contrario*, infatti, tali norme sembrerebbero esprimere un principio di generale registrabilità dei *green trademarks* seppur notevolmente o prevalentemente descrittivi, a condizione che essi non siano esclusivamente descrittivi⁸⁴: ossia a condizione che sia possibile individuare un *quid pluris* rispetto al mero ricorso a segni o indicazioni descrittivi o di uso comune riferiti alle qualità ambientali del prodotto o del servizio⁸⁵.

L'opportunità di relativizzare la portata del requisito di distintività del marchio emerge inoltre dalla lettura degli artt. 4, par. 3, DM e 7, par. 3, RMUE, i quali riconoscono la validità della registrazione finanche di segni in origine esclusivamente descrittivi, purché, prima della domanda di registrazione o della domanda di dichiarazione di nullità, essi abbiano acquisito carattere distintivo a seguito dell'uso fattone. E ancora più significativa, in questo senso, appare l'indicazione ricavabile dagli artt. 20, par. 1, lett. a), DM e 58, par. 1, lett. b), RMUE, che – sanzionando con la decadenza il marchio che sia divenuto, «per il fatto dell'attività o inattività del suo titolare», generica denominazione commerciale del prodotto o servizio per il quale è registrato – indirettamente stabiliscono la perdurante validità del marchio divenuto esclusivamente descrittivo per cause che sfuggono al controllo di tale soggetto.

La possibilità di registrare o di conservare la registrazione di marchi in origine esclusivamente descrittivi e la mancata decadenza di marchi divenuti esclusivamente descrittivi (sempre che la volgarizzazione non sia imputabile al titolare) inducono, di pari passo, a relativizzare anche la portata dell'imperativo di disponibilità dei segni descrittivi o di uso comune, che la nostra dottrina ha non a caso sottolineato essere oggetto di forte affievolimento⁸⁶, ma che pure potrebbe essere

⁸⁴ Cfr. EUIPO, (nt. 64), 398, ove si chiarisce che «[u]n grado minimo di carattere distintivo è sufficiente per evitare l'applicazione dell'impedimento assoluto alla registrazione di cui all'articolo 7, paragrafo 1, lettera b), RMUE».

⁸⁵ In questo senso, almeno apparentemente, anche EUIPO, (nt. 64), 496, ove si osserva che se un marchio costituito da una combinazione di parole, ciascuna delle quali sia per sé descrittiva, crei «un'impressione sufficientemente diversa da quella prodotta dalla semplice unione delle indicazioni fornite dagli elementi che lo compongono, tale combinazione sarà considerata più che la somma delle sue parti». Evidenzia tuttavia M. RICOLFI, *Trattato dei marchi. Diritto europeo e nazionale*, I, Torino, Giappichelli, 2015, 238, come la posizione flessibile adottata dalla Corte di giustizia in relazione alla registrabilità di marchi composti da parole che presentano una giustapposizione inusuale, originariamente accolta da CGUE, 20 settembre 2001, causa C-383/99 P, *Baby Dry*, è stata successivamente sostituita da un approccio più rigoroso alla verifica dell'impedimento.

⁸⁶ In questo senso A. MUSSO, *Ditta e insegna. Marchio. Brevetti. Disegni e modelli. Concorrenza*, in DE NOVA, *Commentario del Codice civile e dei codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, Zanichelli-Il Foro Italiano, 2012, 214 s.

posto a fondamento del rifiuto di registrare *green trademarks* dal carattere marcatamente descrittivo.

Beninteso, il riconoscimento normativo della libertà di tutti gli operatori economici di impiegare nell'ambito della comunicazione commerciale parole, immagini o altri elementi in grado di evocare le qualità ambientali dei prodotti venduti è certamente essenziale. Tale riconoscimento contribuisce non solo a preservare condizioni minime di parità all'interno della gara concorrenziale, ma anche a informare in modo efficace i consumatori e a promuovere l'adozione di comportamenti economici virtuosi sotto il profilo della sostenibilità ambientale. È tuttavia lecito domandarsi se tali obiettivi possano essere efficacemente perseguiti mediante un'interpretazione vieppiù restrittiva delle norme di cui agli artt. 4, par. 1, lett. c) e d), DM e 7, par. 1, lett. c) e d), RMUE e non, piuttosto, mediante un'interpretazione, questa sì necessariamente rigorosa, degli artt. 14, par. 1, lett. b), DM e 14, par. 1, lett. b), RMUE, i quali stabiliscono che il diritto esclusivo sul marchio non consente in ogni caso al titolare di impedire ai terzi l'uso nel commercio di segni o indicazioni non distintivi o relativi alla qualità, al valore, alla provenienza geografica o ad altre caratteristiche – in ipotesi rilevanti sotto il profilo ambientale – del prodotto o del servizio.

Un approccio interpretativo non eccessivamente rigoroso nell'applicazione delle norme di cui agli artt. 4, par. 1, lett. c) e d), DM e 7, par. 1, lett. c) e d), RMUE rispetto alle domande di registrazione di *green trademarks* notevolmente o prevalentemente espressivi sembrerebbe peraltro favorire una corretta integrazione tra la disciplina in materia di marchi e quella in materia di pratiche commerciali sleali. Infatti, maggiore sarà il grado di tolleranza assicurato nei confronti dei marchi *green* che facciano uso di segni o indicazioni descrittivi delle qualità ambientali di un prodotto, maggiore sarà la probabilità che tali marchi riescano a soddisfare non solo il requisito di distintività previsto dalla normativa speciale, ma anche i requisiti posti in termini generali per le asserzioni ambientali dagli Orientamenti della Commissione sull'interpretazione e applicazione della direttiva 2005/29/CE, come ora novellata dalla direttiva 2024/825/UE. In questo senso, è dunque proprio su un'adeguata valorizzazione dell'avverbio «esclusivamente» contenuto nelle norme sul divieto di registrazione di segni e indicazioni descrittivi o di uso comune che sembra potersi costruire quella «formula inclusiva», invocata dalla Corte di giustizia nella sentenza *Wind Tre*, che consente alla disciplina in materia di marchi e a quella in materia di pratiche commerciali sleali di coesistere senza snaturarsi.

5. *Principi fondamentali in materia di environmental claims e statuto di non decettività del marchio.*

Se l'ordinamento può tollerare una limitata distintività del marchio, è del tutto opportuno che esso adotti invece maggiore rigore rispetto ai marchi che compor-

tino un rischio sufficientemente serio⁸⁷ di inganno per il consumatore in relazione alla natura o alle qualità commercialmente rilevanti del prodotto cui il marchio è associato – e, per quanto più strettamente qui rileva, circa le qualità ambientali di quest'ultimo⁸⁸. L'applicazione ai segni *green* delle norme che informano lo statuto di non decettività del marchio appare cionondimeno del tutto infrequente, sia in sede di registrazione che in sede di giudizio di nullità o decadenza, il che può rappresentare un limite non banale ai fini di un'efficace azione di contrasto al *green-washing* d'impresa⁸⁹.

Per quanto concerne la fase di registrazione, è certo che l'impedimento assoluto rappresentato dalla decettività del marchio sia ben più difficile da valutare rispetto al difetto di carattere distintivo. Non sempre, infatti, la natura ingannevole del marchio è riscontrabile in astratto sulla base di un mero confronto tra quest'ultimo e i prodotti indicati nella domanda di registrazione. Le Direttive dell'EUIPO suggeriscono inoltre che un'obiezione relativa al carattere decettivo del marchio possa essere sollevata solo quando il marchio veicoli di per sé «un messaggio specifico, chiaro e inequivocabile» che non trova corrispondenza nella (ed è dunque contraddittorio rispetto alla) natura o qualità dei prodotti o dei servizi indicati nella domanda⁹⁰. Così, per esempio, appare contraddittoria rispetto alla na-

⁸⁷ Sui criteri adottati dall'EUIPO nell'accertamento della sussistenza di un inganno effettivo o di un rischio sufficientemente grave di inganno v. EUIPO, (nt. 64), 597 ss.

⁸⁸ Maggior rigore che si evidenzia peraltro nell'impossibilità, sancita *a contrario* dall'art. 59, par. 2, RMUE e dall'art. 4, par. 4, DM, di sanare il vizio di decettività del segno, a differenza di quanto avviene con riferimento al marchio privo di carattere distintivo.

⁸⁹ Mentre, infatti, un *green trademark* contraddistinto esclusivamente da un deficit di distintività può essere non solo legittimamente utilizzato, ma anche validamente registrato qualora abbia acquisito carattere distintivo grazie all'uso fattone, un *green trademark* decettivo non potrà essere mai essere né registrato né lecitamente utilizzato nel commercio. Si potrebbe obiettare che non occorre cimentarsi con il (difficile) giudizio di decettività di un *green trademark* per vietarne l'uso nel commercio, giacché esso, in base a quanto osservato in precedenza, potrebbe essere comunque inibito *ex post* in base alle norme sulle pratiche commerciali sleali. Ragioni di coerenza sistematica suggeriscono tuttavia che un marchio di cui possa essere inibito *ex post* l'uso nel commercio, in quanto ingannevole ai sensi della disciplina sulle pratiche commerciali sleali, non possa essere neanche *ex ante* validamente registrato. E ciò se non altro perché il titolo di proprietà industriale – la cui concessione presuppone la verifica dell'assenza di carattere decettivo del segno – darebbe al titolare una valida ragione per argomentare che se il marchio non è ingannevole ai sensi della relativa disciplina, verosimilmente non lo è neanche ai sensi della disciplina sulle pratiche commerciali sleali, ispirata *in parte qua* ai medesimi principi.

⁹⁰ EUIPO, (nt. 64), 591 ss. Le Direttive precisano peraltro che occorre distinguere «fra i casi in cui i consumatori sono semplicemente influenzati da un marchio in modo ingannevole e quelli in cui il consumatore è effettivamente (o potrebbe ragionevolmente essere) ingannato dal segno» e concludono che «[è] possibile sollevare un'obiezione solo quando si verifica quest'ultimo caso». Al di là del caso specifico e del tutto particolare (relativo a un marchio patronimico) cui fa riferimento l'EUIPO per affermare tale principio – ossia: CGUE, 30 marzo 2006, causa C-259/04, *Elizabeth Emanuel* – non è agevole intuire cosa consenta di distinguere, in termini generali, l'ipotesi in cui un

tura o alle qualità di un biocida l'aspettativa creata dalla presenza all'interno del marchio «BIO-INSECT Shocker» dell'elemento denominativo «bio», il quale «ha acquisito oggi giorno una portata altamente evocativa [...] che, in linea generale, rinvia all'idea di rispetto dell'ambiente, di impiego di materie naturali o anche di applicazione di procedimenti di fabbricazione ecologici»⁹¹. Analogamente chiara, d'altra parte, parrebbe la contraddizione rispetto alla natura o alle qualità di un carburante per motori diesel, prodotto di per sé altamente inquinante, di un marchio (figurativo) contenente gli elementi denominativi «Eco Clean», i quali richiamano ingannevolmente l'idea di un prodotto che «does not create many harmful or polluting substances»⁹².

Fuori dalle limitate ipotesi in cui la contraddizione tra le informazioni veicolate dal marchio e la natura o la qualità dei prodotti appare rilevabile *per tabulas*, il carattere potenzialmente decettivo del segno rimane però spesso insondabile da parte degli IPO, in quanto: (i) questi ultimi non sono giuridicamente nelle condizioni di (e materialmente attrezzati per) svolgere indagini in relazione alle qualità dei prodotti cui il marchio che le esprime è destinato a essere associato e perché, ancora più spesso, (ii) l'eventuale carattere decettivo del marchio emergerà solo a seguito dell'uso fattone, circostanza che sarà al più rilevante in sede di giudizio di nullità o decadenza⁹³.

Va tuttavia osservato come le norme che regolano la fase di esame della domanda di registrazione favoriscano normalmente la possibilità di un dialogo tra l'IPO e il soggetto che ha effettuato il deposito⁹⁴. Ed è in tale contesto che sarà,

consumatore sia influenzato in modo ingannevole dal marchio rispetto all'ipotesi in cui questi sia ingannato dallo stesso.

⁹¹ Trib. UE, 13 maggio 2020, causa T-86/19, *SolNova/ EUIPO – Canina Pharma (BIO-INSECT Shocker)*.

⁹² Cfr. la decisione EUIPO, 6 febbraio 2023, con cui è stato parzialmente respinta la domanda di registrazione per il marchio figurativo contenente gli elementi verbali «ECO Clean Diesel Regenerativ». È il caso di notare, tuttavia, che la domanda di registrazione è stata respinta per la riscontrata sussistenza dell'impedimento di cui all'art. 7, par. 1, lett. b), RMUE, mentre non si fa menzione alcuna del carattere decettivo del marchio. Né è da ritenere che il secondo impedimento possa restare assorbito dal primo, dal momento che le *Directive* dell'EUIPO prevedono espressamente che «[c]iascuno degli impedimenti assoluti elencati nell'articolo 7, paragrafo 1, RMUE è indipendente e richiede un esame separato», con la conseguenza che «quando sono invocati diversi impedimenti assoluti alla registrazione, occorre sollevare un'obiezione motivata specificando i singoli impedimenti alla registrazione e fornendo una motivazione chiara e distinta per ciascun impedimento». Nel nostro ordinamento, sull'ingannevolezza di indicazioni verdi associate ai marchi relativi a carburanti diesel v. il provvedimento AGCM n. 28060 del 20 dicembre 2019, caso *ENI Diesel+* (la decisione è stata successivamente confermata anche da T.A.R. Lazio, 8 novembre 2021, n. 11419, reperibile nella banca dati *DeJure*).

⁹³ Sul punto v. M. RICOLFI, (nt. 85), 375; nonché J. CIANI SCIOLLA, (nt. 60), 165.

⁹⁴ V. in questo senso l'art. 42, par. 2, RMUE – in relazione al quale EUIPO, (nt. 64), 363, precisa che «[n]el corso del procedimento di esame, l'Ufficio promuoverà il dialogo con il richiedente» – e, per quanto riguarda la nostra legislazione interna, l'art. 173 c.p.i.

allora, facoltà dell'IPO stesso di richiedere a quest'ultimo informazioni più specifiche circa le qualità ambientali del prodotto comunicate attraverso il *green trademark*; informazioni che potranno essere rilevanti per far emergere la presenza dell'impedimento assoluto alla registrazione costituito dalla decettività del segno. Sul punto si tornerà a breve.

Occorre osservare che, per quanto concerne i *green trademarks*, il perimetro di applicabilità delle norme che integrano lo statuto di non decettività del marchio sembrerebbe poter essere utilmente ampliato da un'interpretazione condotta (anche) alla luce degli Orientamenti della Commissione relativi all'interpretazione e all'applicazione della direttiva 2005/29/CE, come novellata dalla direttiva 2024/825/UE con riferimento agli *environmental claims*. Come argomentato in precedenza, infatti, le disposizioni della direttiva sulle pratiche commerciali sleali possono trovare applicazione anche quando un'asserzione ambientale sia formulata attraverso un marchio, dovendo le suddette disposizioni essere disapplicate solo quando sia ravvisabile una divergenza rispetto alle norme della *lex specialis* «che non può essere superata mediante una formula inclusiva che permetta la coesistenza di entrambe le realtà, senza che sia necessario snaturarle».

Nessuna divergenza parrebbe ravvisabile con riferimento al principio di veridicità delle asserzioni ambientali. Non è dubbio, infatti, che un marchio che veicoli un'informazione ambientale falsa abbia carattere decettivo e integri allo stesso tempo una pratica commerciale sleale⁹⁵. In questo senso, tuttavia, il principio

⁹⁵ Rimane dubbio se possano ritenersi validamente registrabili marchi che veicolano informazioni ambientali in modo iperbolico o palesemente esagerato. L'impostazione tradizionale consolidata non riconosce infatti nell'iperbole un'espressione in grado di ingannare il consumatore medio. Tuttavia, espressioni iperboliche o palesemente esagerate sulle qualità ambientali di un prodotto contrastano verosimilmente sia con il principio di veridicità che con quello di chiarezza. Né varrebbe sotto tale aspetto osservare che la natura iperbolica dell'asserzione ambientale, se davvero di iperbole si tratta, è perfettamente chiara per il consumatore medio, dal momento che il principio di chiarezza ha ad oggetto il contenuto dell'asserzione ambientale, e non la sua natura iperbolica: tutto ciò che il consumatore ha chiaro, di fronte a un'asserzione ambientale iperbolica, è dunque che essa non (è vera e non) è chiara. L'art. 5, par. 3, UCPD sembrerebbe a tale riguardo fare espressamente salva «la pratica pubblicitaria comune e legittima consistente in dichiarazioni esagerate o in dichiarazioni che non sono destinate ad essere prese alla lettera». Pur riconoscendo tale circostanza, tuttavia, gli Orientamenti sembrerebbero affermare che costituisce *greenwashing* anche la comunicazione di informazioni ambientali «esagerate» – cfr. COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 26), 72 –, e la direttiva 2024/825/UE inserisce nell'Allegato I della direttiva 2005/29/CE un punto 4-*bis* che sanziona la formulazione di un'asserzione ambientale generica – ove si voglia considerare come una *species* di tale *genus* un'asserzione ambientale iperbolica – «per la quale il professionista non è in grado di dimostrare l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali pertinenti alla dichiarazione». Nel contesto del regime di autodisciplina pubblicitaria, sulla impossibilità di considerare come palesemente iperboliche, e pertanto lecite in quanto innocue, rivendicazioni esagerate di pregi ambientali riferiti al prodotto pubblicizzato o all'impresa v. C. ALVISI, F. COSTA, M.C. REALE, (nt. 18), 195. Sul tema v. anche M. TAVELLA, *Principi-etico giuridici alla base di una comunicazione commerciale leale, corretta ed "eco-sostenibile"*, in M. TAVELLA, (nt. 60), 127. Esclude la liceità di messaggi iperboliche anche M. LIBERTINI, (nt. 6), 337.

di veridicità non sembrerebbe nemmeno espandere l'ambito di applicazione delle norme che informano lo statuto di non decettività del marchio.

Più complessa risulta l'applicazione del principio di verificabilità del *claim* ambientale nel contesto dei marchi d'impresa. Come ricordato, infatti, l'art. 12 UCPD consente per un verso agli organi giurisdizionali e amministrativi competenti di esigere che l'operatore economico fornisca prove sull'esattezza delle allegazioni fattuali connesse alla pratica commerciale e, per altro verso, di considerare inesatte tali allegazioni quando le prove richieste non vengano fornite o siano ritenute insufficienti. L'obbligo per l'operatore economico di sostanziare le dichiarazioni commerciali formulate in relazione ai propri prodotti risulta peraltro significativamente rafforzato nel quadro normativo disegnato dalla direttiva 2024/825/UE e, in prospettiva, dalla Proposta di direttiva *Green Claims*⁹⁶.

Ora, si può forse ammettere che l'art. 42 RMUE consenta all'EUIPO, nel contesto del dialogo instaurato con l'*applicant*, di richiedere che il soggetto che deposita una domanda di registrazione per un *green trademark* fornisca evidenze atte a sostenere l'asserzione ambientale formulata attraverso lo stesso e a dimostrarne in tal modo la non decettività. D'altra parte, la presentazione di prove da parte del richiedente è ipotesi già contemplata con riferimento ad altri aspetti della procedura di registrazione⁹⁷ e non sembrerebbero esserci controindicazioni ad ammetterla anche in questo caso.

Più complessa è la valutazione delle conseguenze che possano derivare dalla mancata risposta dell'*applicant* alle sollecitazioni provenienti dall'Ufficio. In generale le Direttive dell'EUIPO sembrerebbero affermare che, in caso di mancata presentazione di osservazioni da parte del richiedente, la domanda di registrazione possa essere respinta solo quando la sussistenza di un impedimento assoluto alla registrazione possa essere ritenuta di per sé sufficientemente fondata⁹⁸. Il carattere decettivo del marchio non sembrerebbe al contrario potersi dedurre sulla base della sola mancata presentazione di prove in senso opposto da parte del richiedente. Il principio sancito dall'art. 12 UCPD non sembra dunque agevolmente compatibile con il principio generale per cui l'EUIPO può respingere una domanda di registrazione per decettività del marchio solo quando consideri la propria obiezione intrinsecamente fondata⁹⁹. Questa costituisce pertanto una di quelle ipotesi in cui le

⁹⁶ Cfr. in particolare gli artt. 3 e 4 della Proposta di direttiva *Green Claims*.

⁹⁷ E segnatamente quando il richiedente abbia necessità di dimostrare che il marchio ha acquisito carattere distintivo mediante l'uso ex art. 7, par. 3, RMUE. Cfr. in tal senso EUIPO, (nt. 64), 364.

⁹⁸ Cfr. EUIPO, (nt. 64), 363.

⁹⁹ Con approccio più pragmatico, il nostro Codice della proprietà industriale prevede all'art. 173, quarto comma, che quando il registrante non risponda ai rilievi formulati dall'UIBM entro il termine concessogli, la domanda di registrazione è automaticamente respinta. Analogo principio – secondo costante giurisprudenza autodisciplinare, come ricordato da C. ALVISI, V. GUGGINO, (nt. 18), 158 – deriverebbe dall'art. 6 CACC. Si tratta tuttavia di un principio che, come appena osservato, non

norme in materia di marchi esibiscono un contrasto insanabile rispetto alle norme in materia di pratiche commerciali sleali, e appare opportuno, in applicazione del principio di specialità, disapplicare queste ultime a vantaggio delle prime.

Problemi interpretativi di non agevole soluzione sono poi connessi con l'applicazione, nel contesto della disciplina dei marchi, del principio di chiarezza dell'asserzione ambientale. Se si muove dall'assunto per cui un minimo carattere distintivo è imprescindibile per la valida registrazione del marchio, e questo, nei marchi espressivi o suggestivi, è rappresentato dalla circostanza che gli elementi descrittivi ivi presenti siano quanto meno elaborati o combinati in modo insolito o fantasioso¹⁰⁰, si comprende agevolmente come proprio tale carattere insolito o fantasioso rischi di porsi in contrasto con il principio di chiarezza dell'asserzione ambientale formulata attraverso il marchio. Analogo ragionamento potrebbe svolgersi in relazione al rispetto del principio di accuratezza linguistica dell'asserzione ambientale. Sembrerebbe possibile individuare, quindi, una relazione di proporzionalità inversa tra la distintività del marchio *green* e la chiarezza e accuratezza testuale delle informazioni ambientali veicolate tramite lo stesso.

Ora, per quanto indulgenti si possa essere in sede di registrazione nei confronti di un marchio notevolmente o prevalentemente descrittivo, non è evidentemente negoziabile la pretesa che quest'ultimo esibisca un seppur minimo carattere distintivo. In questo senso è dunque possibile individuare, se non un contrasto in senso stretto, quanto meno un antagonismo tra le norme della direttiva sulle pratiche commerciali sleali e quelle in materia di distintività e non decettività dei marchi d'impresa. Un'interpretazione di queste ultime condotte anche alla luce degli Orientamenti della Commissione dovrebbe allora portare ad affermare che le asserzioni ambientali formulate attraverso un *green trademark* dovranno essere tanto chiare e accurate quanto ciò sia compatibile con il carattere necessariamente distintivo del marchio stesso, ma non talmente chiare e accurate da imporne il sacrificio. Qualunque ipotesi alternativa finirebbe con il posizionare i *green trademarks* tra l'incudine della pura descrittività e il martello della decettività per insufficiente chiarezza e accuratezza testuale, condannandoli in entrambi i casi alla non registrabilità.

Che sia consigliabile una certa tolleranza rispetto a qualche limite di chiarezza e accuratezza testuale del marchio è considerazione alla quale induce, peral-

sembrerebbe poter essere applicato anche nelle procedure di registrazione davanti all'EUIPO. Ci si chiede peraltro se un contributo rilevante sul piano del rispetto del principio della verificabilità delle asserzioni ambientali formulate attraverso un marchio non possa venire da un intervento di terzi che vogliano presentare osservazioni a norma dell'art. 45 RMUE; terzi nel cui ambito rientrano anche le associazioni dei consumatori e, per quanto rileva in questa sede, anche le associazioni ambientaliste – quanto meno nella misura in cui tra i loro scopi rientri quello di tutelare i consumatori. In quest'ultima prospettiva v. G. GHIDINI, *Profili evolutivi del diritto industriale*, Milano, Giuffrè, 2015, 375; nonché S. GIUDICI, (nt. 21), 81 ss.

¹⁰⁰ Cfr. EUIPO, (nt. 64), 495 s.

tro, anche la possibilità di porvi rimedio al momento dell'uso del marchio stesso. In tale contesto, infatti, il principio di chiarezza, unitamente ai corollari rappresentati dai principi di completezza e specificità, sembrerebbe suggerire la necessità di effettuare idonei rimandi tramite i quali fornire informazioni supplementari a corredo di quelle veicolate in modo più sintetico attraverso il marchio *green*¹⁰¹. In assenza di tali rimandi, peraltro, non appare irragionevole assumere che ci si trovi di fronte, se del caso, a un uso decettivo del marchio sanzionabile ex artt. 20, par. 1, lett. b), DM e 58, par. 1, lett. c), RMUE. Occorre peraltro chiedersi quale approccio occorra adottare quando nel contesto in cui venga utilizzato il marchio non sia presente o sia del tutto limitato lo spazio per fornire informazioni supplementari.

Sul punto, come già ricordato, la Commissione assume negli Orientamenti una posizione intransigente che appare però non conforme a quanto previsto dall'art. 7, par. 3, UCPD, a norma del quale, se il mezzo di comunicazione impiegato impone inevitabili restrizioni in termini di spazio o di tempo, «nel decidere se vi sia stata un'omissione di informazioni si tiene conto di dette restrizioni e di qualunque misura adottata dal professionista per mettere le informazioni a disposizione dei consumatori con altri mezzi». In una prospettiva analoga sembra peraltro muoversi il legislatore sovranazionale nella Proposta di direttiva *Green Claims*, il cui art. 5, par. 6, stabilisce che le informazioni rilevanti ai fini della corretta comprensione di un *environmental claim* possano essere fornite anche «sotto forma di

¹⁰¹ In questo senso v. K. PARK, *Green trademarks and the risk of greenwashing*, in *WIPO Magazine*, 12/2022, https://www.wipo.int/wipo_magazine/en/2022/04/article_0006.html, che sottolinea come l'uso di «unqualified green trademarks is likely to give rise to a claim of greenwashing, because of the inherent impossibility of adequately qualifying the claim in the few words that typically constitute a trademark» e conclude osservando che «[b]ecause greenwashing occurs where the claim is not specific or qualified, by default, most trademarks will fail that test». Peraltro, considerato che, come osservato in precedenza: (i) un'asserzione ambientale può essere formulata tramite un marchio, che (ii) la direttiva 2024/825/UE considera in ogni caso sleale la formulazione di una un'asserzione ambientale generica per la quale l'operatore economico non è in grado di dimostrare l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali pertinenti all'asserzione, e che (iii) un marchio *green* non accompagnato da informazioni complementari che consentano di soddisfare i principi di completezza e specificità può verosimilmente costituire un'asserzione ambientale generica (in caso di mancata dimostrazione di eccellenza delle prestazioni ambientali), non è irragionevole ipotizzare che di un *green trademark* non ulteriormente specificato possa escludersi la registrazione nazionale (o possa dichiararsi la nullità) ex art. 4, par. 3, lett. a), DM, il quale lascia impregiudicata la libertà degli Stati membri di escludere dalla registrazione il – o, se registrato, di dichiarare la nullità, del – marchio che sia «vietato ai sensi di norme giuridiche diverse dalle norme del diritto in materia di marchi d'impresa dello Stato membro interessato o dell'Unione». Di tale facoltà il nostro legislatore ha fatto amplissimo uso, prevedendo in modo vieppiù generale all'art. 14, primo comma, lett. a), c.p.i. che non possano essere oggetto di registrazione «i segni contrari alla legge» (e non sembrerebbe doversi dubitare che un marchio *green* generico possa essere un segno vietato dalla legge in quanto integrante una «asserzione ambientale generica» sanzionata dal nuovo punto 4-bis dell'Allegato I alla direttiva UCP, salvo che il titolare del marchio non sia in grado di dimostrare l'eccellenza riconosciuta delle prestazioni ambientali del prodotto o del servizio contraddistinto dal marchio stesso).

link, codice QR o equivalente», con ciò riconoscendo l'idoneità di tali strumenti a soddisfare gli obblighi di informazione posti in capo all'impresa.

La questione, al di là della norma di cui all'art. 7, par. 3, UCPD, appare estremamente delicata. Gli studi di psicologia dei consumi dimostrano infatti che (soprattutto in relazione a prodotti comuni e/o di uso quotidiano)¹⁰² anche il consumatore attento e avveduto ricerca informazioni solo fino al momento in cui il costo marginale di tale ricerca non eccede il beneficio marginale che ne deriva¹⁰³. Pertanto, un consumatore soddisfatto delle informazioni ambientali sul prodotto passivamente acquisite tramite un *green trademark* potrebbe essere indotto a non approfondire la propria analisi andando a ricercare attivamente le informazioni supplementari fornite in altra sede dall'impresa¹⁰⁴. Anche alla luce di ciò, se può apparire ragionevole adottare un approccio tollerante nei confronti dei marchi cc.dd. verdi in relazione ai quali le informazioni supplementari fornite abbiano funzione meramente "integrativa" – ossia abbiano la funzione di informare in modo più dettagliato il consumatore circa le qualità ambientali effettivamente possedute dal prodotto contrassegnato e comunicate sinteticamente attraverso il marchio – sarà viceversa da ritenere decettivo l'uso del marchio in relazione al quale le informazioni supplementari, alternativamente: (i) non siano fornite ovvero (ii) siano fornite ma assolvano una funzione "correttiva" – siano cioè funzionali a modificare il significato di un marchio che, in assenza di tali informazioni supplementari, rischierebbe di essere intrinsecamente ingannevole nella percezione del consumatore medio¹⁰⁵.

La chiarezza delle asserzioni ambientali effettuate tramite un marchio non è in ogni caso funzione solo delle informazioni ambientali eventualmente fornite dal suo titolare, ma è anche influenzata dal contesto in cui (e dalle modalità con cui) tale marchio viene concretamente utilizzato: riemerge così il tema del contrasto all'*executional greenwashing*, di cui si è dato conto in precedenza. A ben vedere, peraltro, contesto e modalità d'uso possono essere tali da rendere decettivo non soltanto un marchio *green*, ma anche un marchio che di per sé non contenga elementi verbali o figurativi in grado di veicolare informazioni circa le qualità am-

¹⁰² Rispetto ai quali anche l'EUIPO riconosce che è minore il livello di attenzione – e correlativamente maggiore il rischio di inganno – del consumatore: cfr. EUIPO, (nt. 64), 599.

¹⁰³ Cfr. G.E. SMITH, M.P. VENKATRAMAN, R.R. DHOLAKIA, *Diagnosing the Search Cost Effect: Waiting Time and the Moderating Impact of Prior Category Knowledge*, in *J. Econ. Psychol.*, 1999, 285 ss.

¹⁰⁴ Sulla differenza tra raccolta attiva (deliberata) e raccolta passiva di informazioni da parte del consumatore v. N. OLIVERO, V. RUSSO, (nt. 42), 12.

¹⁰⁵ In questo senso v. anche F. LEONARDI, *Comportamento omissivo dell'impresa e pratiche commerciali scorrette*, Padova, Cedam, 2019, 81. Ma v. *contra* G. SENA, *Il diritto dei marchi. Marchio nazionale e marchio comunitario*, Milano, Giuffrè, 2007, 104, nonché S. GIUDICI, (nt. 21), 152, a giudizio dei quali attraverso il modo e il contesto d'uso del marchio il titolare potrebbe validamente correggere il significato decettivo del segno.

bientali di un prodotto o servizio. Si pensi a un qualunque marchio denominativo che venga concretamente utilizzato facendo ricorso a un *font* di colore verde¹⁰⁶ e a un *lettering* ispirato a forme naturali (foglie, fili d'erba, ecc.)¹⁰⁷. Non sembrerebbe abnorme, quando tale caratterizzazione grafica sia adottata in modo stabile e non occasionale dal titolare e sia idonea ad attrarre l'attenzione del consumatore e a influenzarne il comportamento d'acquisto¹⁰⁸, ritenere che si possa configurare in casi come questo un uso del marchio tale da poter indurre in errore il pubblico circa imprecisate qualità ambientali dei prodotti cui il marchio è associato, con conseguente decadenza del marchio stesso ai sensi degli artt. 20, par. 1, lett. b), DM e 58, par. 1, lett. c), RMUE¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Come ricorda C. PAPPALARDO, "Sottolineare il carattere ecologico di un prodotto nell'attuale momento storico, nel quale il valore ecologico riscuote la generalità dei consensi" – Trent'anni di Green Claim nella giurisprudenza del Giurì e dell'AGCM, in Riv. dir. ind., 2021, II, 246, in ambito autodisciplinare domestico è stato al contrario ritenuto che il «solo utilizzo del colore verde e di simboli che richiamino la natura non è [...] sufficiente per attribuire vanti ecologici al prodotto, in mancanza di altri richiami di natura verbale». Sembrerebbe tuttavia, in questo modo, disconoscersi che «[p]eople make up their minds within 90 seconds of their initial interactions with [...] products» e che «62-90 percent of the assessment is based on colors alone»: così S. SINGH, *Impact of color on marketing*, in Manag. Decis., 2006, 783 ss. Sull'uso del colore nel marketing si veda più ampiamente L.I. LABRECQUE, G.R. MILNE, *Exciting red and competent blue: the importance of color in marketing*, in J. Acad. Mark. Sci. 2012, 711 ss.

¹⁰⁷ È vero che EUIPO, (nt. 64), 596, prevede che «[s]e l'uso non ingannevole del marchio è possibile per i prodotti e i servizi specificati, il marchio non è ingannevole», e che è certamente possibile che il titolare interrompa l'uso ingannevole di un marchio di per sé (ossia intrinsecamente) non ingannevole. D'altra parte, occorre dire che il consumatore non conosce necessariamente – e, anzi, non conosce normalmente – il marchio per come esso è stato registrato, mentre conosce il marchio per come esso viene concretamente utilizzato dal suo titolare nel commercio. E non sembrerebbe ragionevole dubitare che una caratterizzazione grafica del marchio adottata in modo stabile dal titolare possa indurre il consumatore a ritenere che il marchio è tale in quella particolare caratterizzazione grafica. Con la conseguenza, se tale caratterizzazione grafica è idonea a veicolare informazioni circa le qualità dei prodotti cui il marchio è associato, che non è peregrino immaginare che il giudizio di decettività sopravvenuta possa avere ad oggetto non il marchio come originariamente registrato, ma come concretamente (e stabilmente) utilizzato.

¹⁰⁸ *Rectius*, quando la caratterizzazione grafica sia idonea ad attrarre l'attenzione del consumatore e a determinare un rischio sufficientemente grave di inganno per quest'ultimo, dal momento che le Direttive dell'EUIPO suggeriscono che la circostanza che i consumatori siano semplicemente «influenzati da un marchio in modo ingannevole» non è di per sé sufficiente per consentire all'Ufficio di sollevare un'obiezione per decettività del segno: così EUIPO, (nt. 64), 598.

¹⁰⁹ Stante il tenore letterale delle norme sovranazionali citate, non sembrano sussistere dubbi sulle conseguenze (in termini, appunto, di decadenza del marchio) associate alla loro violazione. In sede di diritto interno, al contrario, si è sviluppato un ampio dibattito sulla sanzione connessa all'uso decettivo del marchio vietato ex art. 21, secondo comma, c.p.i. In particolare, la dottrina si è chiesta se, come ritenuto in maggioranza, l'uso decettivo del marchio ne comporti la decadenza (in questo senso v. G. GHIDINI, *Decadenza del marchio per decettività sopravvenuta*, in Riv. dir. ind., 1993, I, 211 ss.), o se invece (come per es. sostenuto da G. SENA, *Veridicità e decettività del marchio*, in Riv. dir. ind., 1993, I, 331 ss.) tale conseguenza sia da associare solo all'ipotesi in cui a divenire decetti-

Minori difficoltà sembrerebbe infine presentare un'interpretazione delle norme relative allo statuto di non decettività condotta alla luce dei principi di rilevanza e accuratezza¹¹⁰ delle informazioni ambientali veicolate attraverso il marchio. Non parrebbe infatti difficile ammettere che possa essere considerato decettivo il *green trademark* che fornisca informazioni scarsamente rilevanti, seppur veritiere, relative a qualità ambientali di un prodotto, quanto meno nella misura in cui tali informazioni siano idonee a indurre il consumatore a trascurare aspetti più rilevanti del prodotto stesso (per es. l'impatto ambientale calcolato sull'intero ciclo di vita del prodotto o del servizio). Analogamente, non sembra problematico riconoscere la decettività del marchio che fornisca informazioni ambientali poco accurate, come per esempio quelle relative all'assenza nel prodotto di componenti vietate o alla presenza/assenza di componenti normalmente presenti/assenti all'interno di prodotti analoghi. Conclusione, quest'ultima, che parrebbe ora ricevere ulteriore avallo dal nuovo punto 10-*bis* dell'Allegato I alla direttiva UCP¹¹¹ e dall'art. 3, par. 1, lett. e), della Proposta di direttiva *Green Claims*¹¹².

vo in conseguenza dell'uso sia il marchio in sé considerato – mentre nell'ipotesi in cui ad essere decettivo sia solo l'uso del marchio (e non anche il marchio in sé) sia ravvisabile solo un atto di concorrenza sleale. Per una ricostruzione del dibattito dottrinale sul tema si rinvia a S. GIUDICI, (nt. 21), 104 ss.

¹¹⁰ Accuratezza da intendersi qui in senso diverso e ulteriore rispetto a quella meramente terminologica di cui si è dato conto in precedenza.

¹¹¹ Che sanziona in quanto in ogni caso sleale l'atto di «presentare requisiti imposti per legge sul mercato dell'Unione per tutti i prodotti appartenenti a una data categoria come se fossero un tratto distintivo dell'offerta dell'operatore economico».

¹¹² Il quale impone all'operatore economico di dimostrare che un *claim* ambientale esplicito «non è equivalente a obblighi di legge previsti per i prodotti appartenenti al gruppo di prodotti o per i professionisti del settore».

Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di *crowdfunding* alla *Distributed Ledger Technology*

Challenges in the digital and traditional transfer of “s.r.l.” shares: from Crowdfunding to Distributed Ledger Technology

Ilaria Capelli *

ABSTRACT:

L'incontro tra lo sviluppo tecnologico, e in particolare le grandi potenzialità della Rete, e le esigenze delle imprese, sempre più attente alla ricerca di risorse economiche tramite canali diversi rispetto a quelli consueti, sta contribuendo a mettere in discussione le tradizionali regole in tema di circolazione della quota di s.r.l. Il quadro normativo, in continua evoluzione, si è arricchito nel corso degli ultimi mesi di nuove regole, che modificano profondamente la fisionomia e l'ambito di applicazione del *crowdfunding*; a ciò si aggiunge la recentissima l. 5 marzo 2024, n. 21, legge “capitali”, e in prospettiva la possibilità prevista dall'art. 28 del decreto FinTech di includere la quota di s.r.l. nel novero degli strumenti finanziari digitali. Questa sedimentazione alluvionale di norme impone all'interprete di analizzare le diverse regolamentazioni, per individuare le possibili interrelazioni, le soluzioni interpretative, i problemi aperti e le opportunità, in un contesto in cui, almeno con riferimento alla sua circolazione, la quota di s.r.l. manifesta le qualità proprie di un oggetto poliedrico.

The convergence of technological development, particularly the vast potential of the Internet, with the needs of enterprises increasingly focused on seeking financial resources through channels other than the traditional ones, is challenging the established rules regarding the circulation of the “s.r.l.” (private limited company) shares. The regulatory framework, which is constantly evolving, has been enriched in recent months with new rules that significantly alter the characteristics and the scope of crowdfunding; this is

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università dell'Insubria; e-mail: ilaria.capelli@uninsubria.it. Il testo riflette in forma estesa, con le necessarie integrazioni e i riferimenti bibliografici nelle note, l'intervento svolto al seminario *online* organizzato il 27 ottobre 2023 da questa *Rivista*, dal titolo: “Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo al vaso di Pandora”.

complemented by the very recent norms introduced by the “legge capitali”, l. 5 March 2024, n. 21, and, potentially, the opportunity provided by Article 28 of the “decreto FinTech” to include the “s.r.l.” shares among digital financial instruments. This alluvial sedimentation of regulations requires interpreters to analyze the various rules to identify potential interrelations, interpretative solutions, open issues, and opportunities in a context where, at least in terms of its circulation, the “s.r.l.” share reveals the qualities of a multi-faceted object.

SOMMARIO:

1. Il quadro normativo in evoluzione: la partecipazione sociale come “strumento ammesso ai fini di *crowdfunding*” e la DLT. – 2. Dal reclutamento dei soci “a trattativa privata” alla quota come oggetto di “offerta al pubblico”. – 3. Le quote “standardizzate” nella normativa e una possibile interpretazione “correttiva”. – 4. Le quote dematerializzate: l’art. 100-ter t.u.f. e la legge “capitali”. – 5. Il ritorno del libro soci obbligatorio (e molte questioni irrisolte). – 6. La quota come valore mobiliare e come strumento finanziario digitale. Una “pluralità” di quote?

1. Il quadro normativo in evoluzione: la partecipazione sociale come “strumento ammesso ai fini di crowdfunding” e la DLT.

L’evoluzione tecnologica degli ultimi decenni sta contribuendo a mettere in discussione, e in alcuni casi a travolgere, le tradizionali caratteristiche della quota di s.r.l. e, in particolare, gli adempimenti necessari per la sua circolazione: Internet, infatti, è divenuto uno spazio in cui il valore è trasferito facilmente e tendenzialmente senza costi, come avviene con i dati, e in un contesto non condizionato dalla presenza di confini nazionali¹.

L’interazione fra lo sviluppo tecnologico e le esigenze delle imprese, sempre più indirizzate alla ricerca di risorse tramite canali diversi rispetto a quelli consueti, concorre a privilegiare la riduzione dei costi e la semplificazione degli adempimenti relativi alla circolazione delle partecipazioni. Queste esigenze, in particolare, sono fatte prevalere rispetto alle molteplici possibili ricadute, sul governo dell’impresa e sulle prerogative dei soci, delle novità normative che coinvolgono la circolazione della quota².

¹ Cfr. E.W. KITCH, *Crowdfunding and an Innovator’s access to capital*, in 21 *Geo. Mason L. Rev.*, 2013-2014, 887.

² Il nuovo quadro normativo, oggetto di questo lavoro, e le varianti tecnologiche che hanno condizionato il legislatore hanno certamente forti ripercussioni su una pluralità di aspetti (cfr. A. SCIARONE ALIBRANDI, *Il Testo Unico Finanziario alla prova del FinTech*, in *Il Testo Unico Finanziario. Prodotti ed intermediari*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, Bologna, Zanichelli, 2020, 45), tra i quali

Parte integrante del concetto di Web 2.0, il *crowdfunding* è un'operazione che permette di raccogliere fondi per progetti o iniziative imprenditoriali, attraverso piattaforme online che consentono a chiunque di investire in attività economiche ritenute interessanti o meritevoli. Nel nostro ordinamento, la regolazione del *crowdfunding* per le imprese ha subito un'evoluzione che è possibile definire come "incrementale". Nel tempo, infatti, si è assistito al progressivo abbandono delle condizioni, rappresentate dall'innovatività e dai limiti dimensionali, in presenza delle quali la s.r.l. avrebbe potuto collocare le proprie partecipazioni mediante un'operazione di *crowdfunding*. L'innovatività, elemento condizionante l'acquisizione della qualifica di start-up innovativa (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221) e di PMI innovativa (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. in l. 24 marzo 2015, n. 33), ha perso, come si poteva facilmente pronosticare, il ruolo di elemento imprescindibile per accedere alle deroghe che consentono l'accesso al mercato del capitale di rischio³; allo stesso tempo, nell'ordinamento ora vigente, l'art. 100-ter t.u.f. consente che le quote di tutte le s.r.l. possano costituire «oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/1503», indipendentemente dai requisiti dimensionali che, precedentemente, circoscrivevano l'applicazione della disciplina alle sole «piccole e medie imprese» (cfr. il previgente art. 100-ter t.u.f., come modificato dall'art. 4, terzo comma, d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129)⁴.

figurano i rapporti interni alla società e la governance; tuttavia, tali questioni non possono essere trattate, per motivi di spazio, in questa analisi dedicata alla quota e alla sua circolazione.

³ La limitazione, ora superata, è stata criticata da E. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in NDS, 2016, 33 ss., e da F. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding, in I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Atti del XXIX Convegno, Courmayeur, 18-19 settembre 2015, a cura di P. MONTALENTI, Milano, Giuffrè, 2016, 131 ss. Il requisito dell'innovatività non è mai stato presente nella disciplina statunitense, in quanto il "Jumpstart Our Business Startups Act" o "JOBS Act", che introduce e regola il *crowdfunding* negli Stati Uniti, si rivolge a tutte iniziative imprenditoriali, comprese quelle nei c.d. settori "maturi"; sul tema mi permetto di rinviare a I. CAPELLI, *L'equity crowdfunding e i diritti del socio*, in questa Rivista, 2014.

⁴ La recente modifica, attuata dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 (decreto *Crowdfunding*), pone fine ad una situazione piuttosto singolare, rappresentata dalla previsione di deroghe e dall'apertura di nuovi canali di reperimento di risorse economiche destinate alle sole s.r.l. piccole e medie imprese, con l'esclusione delle grandi imprese, in un contesto in cui la disciplina eccezionale di favore escludeva dal beneficio solo un piccolo numero di s.r.l., appunto le imprese di dimensioni maggiori. Come rileva S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 23 ss., la nozione di piccola e media impresa cui faceva riferimento il previgente art. 100-ter t.u.f., accomunando s.p.a e s.r.l., era costruita per rinvio alla nozione contenuta nel regolamento europeo in materia di prospetto informativo, regolamento (UE) 1129/2017; cfr. C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in questa Rivista, 2021, 1195 ss. e F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 87 ss.

Allo stesso tempo, il regolamento (UE) 2020/1503 (*Regulation on European Crowdfunding on Service Providers for Business, Regolamento ECSP*)⁵ riconduce al medesimo quadro normativo sia il collocamento di partecipazioni (*equity based*), sia il *lending-based crowdfunding*, mentre il nuovo regolamento Consob sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese, adottato lo scorso 1° giugno 2023 (delibera Consob n. 22720), risulta oggi mancante degli obblighi di matrice societaria che erano contenuti nel previgente regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018. Mancano, infatti, il dovere di comunicare alla società e di pubblicare nel sito internet dell'emittente i patti parasociali (art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob 2013)⁶, e l'obbligo di inserire nell'atto costitutivo della società emittente una clausola che preveda il diritto di recesso o di co-vendita per il caso di trasferimento del controllo (art. 24, primo comma, lett. a, regolamento Consob 2013). Vengono, dunque, a mancare prescrizioni che davano specifica rilevanza alla presenza, nel gruppo dei soci, di un rilevante gruppo di controllo, in grado di relazionarsi con la massa degli investitori in capitale di rischio.

L'attuale normativa in tema di *crowdfunding* concentra, dunque, l'attenzione quasi esclusivamente sulla capacità dell'impresa di ottenere finanziamenti e sulla facile trasferibilità delle partecipazioni: in particolare, il Tredicesimo Considerando del regolamento (UE) 2020/1503 indica la trasferibilità quale elemento decisivo per attirare l'interesse degli investitori, in considerazione dell'importanza di un facile disinvestimento⁷.

In questo scenario normativo in rapida evoluzione, emergono ulteriori schemi innovativi che consentono alle imprese di aprire nuovi canali per il reperimento di risorse economiche: il progetto imprenditoriale, infatti, può essere finanziato mediante il collocamento al pubblico di *token* o *coin* (*Initial Coin Offering*, o *ICO*)⁸,

⁵ Il regolamento (UE) 2020/1503 contribuisce alla creazione di un sistema finanziario diversificato e meno dipendente dal credito bancario, limitando il rischio sistemico e il rischio di concentrazione (si veda il Considerando n. 1 della direttiva 2020/1504, che modifica la direttiva 2014/65/UE, MiFID II, relativa ai mercati di strumenti finanziari). La direttiva 2020/1504 esclude l'applicazione della MiFID II ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, quali definiti all'art. 2, paragrafo 1, lettera e), del regolamento (UE) 2020/1503.

⁶ L'art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob 2013 evocava quanto disposto dall'art. 2341-ter, primo comma, c.c. in tema di pubblicità dei patti parasociali nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

⁷ Tredicesimo Considerando del regolamento UE 2020/1503: «Per il *crowdfunding* basato sull'investimento la trasferibilità costituisce un'importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall'investimento, poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali».

⁸ La pratica conosce diverse varianti delle *ICO*, a seconda delle specifiche caratteristiche dell'o-

ricorrendo alla *Distributed Ledger Technology* (DLT)⁹. La tecnologia *Blockchain* e, in generale la DLT, possono essere considerate espressione del concetto di Web 3.0 e, in particolare, della decentralizzazione consentita, nella Rete, da sistemi distribuiti e sicuri, che riducono la dipendenza dagli intermediari centralizzati e migliorano la sicurezza e la trasparenza dei dati.

Dal punto di vista funzionale, il ricorso ai registri distribuiti per collocare cripto-attività tra il pubblico può presentare innegabili affinità con il *crowdfunding*, trattandosi in ogni caso del reperimento di risorse economiche presso il pubblico degli investitori a vantaggio di un'iniziativa economica; va, però, rimarcato il fatto che, diversamente rispetto al *crowdfunding*, la peculiare caratteristica della DLT risiede proprio nel venir meno della costante necessità di un intermediario istituzionale¹⁰: questa nuova tecnologia, difatti, fa ricorso a strumenti disintermediati e decentralizzati, fondati sulla fiducia che gli operatori ripongono nel buon funzionamento della tecnologia medesima¹¹. La DLT, inoltre, consente l'accesso ad un mercato globale e si caratterizza per la rapidità e facilità di adesione al-

perazione: ad esempio, vi sono le *Security Token Offering* (STO), in cui l'offerta ha ad oggetto *token* rappresentativi di azioni o titoli di debito: C. SANDEI, *L'offerta iniziale di cripto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*; R. PISELLI, *Le procedure atipiche di offerta di crypto-assets: tra trasparenza perduta e marginalizzazione dell'informazione societaria*, in AA.VV., *Blockchain e autonomia privata. Fondamenti giuridici*, a cura di A. NUZZO, Roma, Luiss University Press, 2021, 446. A queste si aggiungono le *Initial Exchange Offering* (IEO), che si realizzano quando il promotore si avvale ai fini dell'emissione di una piattaforma di scambio di cripto-attività (*exchange*) che si occupa di gestire l'intera procedura, con la presenza di una sorta di intermediario, diverso da un istituto di credito o da un portale di *crowdfunding*. Lo schema che si avvale di cripto-asset per ottenere risorse dal pubblico può, infine, essere genericamente ricondotto al concetto di *Initial token offering* (ITO), che ricomprende ogni tipologia di procedura di offerta che abbia ad oggetto cripto-attività, o dal ricorso ad una piattaforma di scambio: M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings* (ITOs): *token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in questa *Rivista*, 2019, 267 ss.

⁹ Il registro distribuito o *distributed ledger* è definito nell'art. 3(1)(2) del regolamento (UE) 2023/1114 (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, MiCAR) come «an information repository that keeps records of transactions and that is shared across, and synchronised between, a set of DLT network nodes using a consensus mechanism».

¹⁰ Questa forma di disintermediazione, però, non è affatto assoluta, in quanto negli *Initial Exchange Offering* (IEO) è presente un *exchange* come intermediario; la dottrina, inoltre, osserva che anche per le *Initial Coin Offering* (ICO) in generale, pur mancando un intermediario o, comunque, un ente centrale, vi è uno *smart contract* che di fatto agisce come intermediario nel collocamento: R. PISELLI, (nt. 8), 447, il quale individua una sorta di "intermediazione algoritmica" capace di evitare che quanto collocato circoli al di fuori delle regole previste dall'emittente, ma in grado di aumentare l'opacità dell'operazione.

¹¹ Cfr. M. CIAN, *La criptovaluta – alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 318. Sull'originaria ispirazione legata al *crypto-anarchism*, cfr. G. GASPARRI, *Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*, in *Diritto Bancario*, <https://www.diritto bancario.it/art/riflessioni-sulla-natura-giuridica-del-bitcoin-tra-aspetti-strutturali-e-profil-funzionali/>.

l'offerta¹², i costi tutto sommato contenuti¹³ e la sicurezza di esecuzione delle disposizioni, derivante dall'automatizzazione garantita dagli *smart contract*.

Tramite la DLT possono essere oggetto di collocamento e scambio le crypto-attività¹⁴, o *token*¹⁵, inerenti al progetto oggetto del finanziamento: può trattarsi, ad esempio, di *utility token*, che consentono di acquistare un determinato bene o servizio in un determinato contesto¹⁶, oppure può trattarsi di *security token*, in grado di rappresentare la titolarità di un'attività finanziaria¹⁷. I *token* possono at-

¹² Per vero la circolazione tramite DLT non è immediata e non può essere paragonata all'*High frequency trading* (HFT) borsistico: la rapidità dipende da diversi fattori, come il tipo di DLT, il carico della rete, le commissioni di transazione e i requisiti di conferma.

¹³ Cfr. P. MAUME, L. MAUTE, M. FROMBERGER, *The Law of Crypto Assets. A Handbook*, München, Beck, 2022, 181 ss.; G. GITTI, *Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 15; G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività*, in *ODCC*, 2019, 99 s. e J. LEE, *Crypto-finance, Law and Regulation: governing an emerging ecosystem*, New York, Routledge, 2022, 291 s. Per quanto riguarda i costi, le *ICO* comportano, oltre alle spese per la consulenza legale e tecnologica, le spese per la creazione dell'infrastruttura DLT e lo sviluppo del protocollo, nonché le commissioni per l'ammissione al *crypto-exchange*: I. CHIU, *Decoupling Tokens From Trading: Reaching Beyond Investment Regulation for Regulatory Policy in Initial Coin Offerings*, in *Int'l. Bus. L. J.* 2018, <https://ssrn.com/abstract=3156277>.

¹⁴ La definizione di crypto-attività è reperibile nell'art. 3(1)(5) del MiCAR: «'crypto asset' means a digital representation of a value or of a right that is able to be transferred and stored electronically using distributed ledger technology or similar technology». In argomento, rinvio a C. SANDEI, (n. 8), 2 ss.; G. SCOTTI, *Blockchain, Criptovalute e ICO: analisi tecnica e giuridica della più recente innovazione Fintech*, in *Cammino Diritto*, 8 febbraio 2020, <https://rivista.cammino.diritto.it/>; F. MURINO, *Riflessioni sulle Initial Coin Offering (ICO) e sugli utility token*, in *Fintech*, a cura di F. FIMMANÒ, G. FALCONE, Napoli, Esi, 2019, 441 ss.; V. DE STASIO, *Le monete virtuali: natura giuridica e disciplina dei prestatori di servizi connessi*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Padova, Cedam, 2020, 225, cui rinvio anche per gli altri numerosi riferimenti; cfr. anche A. CAPONERA, C. GOLA, *Aspetti economici e regolamentari delle «crypto-attività»*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers* n. 484, Banca d'Italia, 2019; P. CARRIÈRE, *Le «criptovalute» sotto la luce delle nostrane categorie giuridiche di «strumenti finanziari» e «prodotti finanziari»: tra tradizione e innovazione*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, I, 117 ss.

¹⁵ Termine spesso utilizzato in alternativa a crypto-attività o *coin*. Una distinzione fra *token* e *coin* è reperibile in D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 670 s., ove si precisa che il termine «*coin*» è usualmente riferibile alle *cryptocurrencies*, mentre i *token* sono emessi «as digital assets within a project and can be used as a method of payment inside the project's ecosystem, but in addition give holders the right to participate in the network».

¹⁶ Il MiCAR, all'art. 3(1)(9) definisce gli *utility token* come «a type of crypto-asset that is only intended to provide access to a good or a service supplied by its issuer»; ciò consente di distinguere abbastanza agevolmente gli *utility token* dai *token* di pagamento, in quanto i *payment token* risultano, invece, funzionali al pagamento di beni o servizi «esterni».

¹⁷ Cfr. ESMA, *Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019, che fa seguito al più generale precedente intervento dal titolo *The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets* del febbraio 2017, <https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings>

tribuire al sottoscrittore o acquirente diritti di vario genere, relativi ad esempio alla *governance* dell'iniziativa economica, oppure (o in aggiunta), attribuire una partecipazione ai guadagni provenienti dall'iniziativa: si ha, quindi, la possibilità che il *token* attribuisca anche prerogative paragonabili ai diritti connessi alla partecipazione sociale, oppure contenga una "porzione" degli stessi¹⁸, per giungere fino all'estrema configurazione di una "*Decentralized autonomous organization*" (DAO), governata direttamente, senza la presenza di *manager*, tramite il voto dei possessori di *DAO token*¹⁹.

In genere, le "raccolte di fondi" effettuate da parte delle imprese sulla Rete possono ricorrere a cripto-attività che "incorporano" una forma di finanziamento di un progetto imprenditoriale altrui, con l'aspettativa di una remunerazione derivante dall'attività di altri soggetti. In presenza di queste caratteristiche, è possibile riconoscere la natura finanziaria propria dei *security token*, secondo i tradizionali parametri del c.d. *Howey Test*²⁰; in questo contesto, la necessità di accertare una reale connotazione finanziaria ha indotto di recente ESMA a pubblicare un *Consultation Paper*²¹, come prescritto dal disposto dell'art. 2, quinto comma, Mi-

-and-crypto-assets; si veda a questo proposito, F. ANNUNZIATA, *Distributed Ledger Technology e mercato finanziario: le prime posizioni dell'ESMA*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*², a cura di M.T. PARACAMPO, Torino, Giappichelli, 2019, 229 ss.

¹⁸ Nei fatti, la modulazione del contenuto dei *token* è estremamente libera: può esprimersi anche come semplice diritto ad essere informati, utile per individuare di classi di *stakeholder* nelle scelte dell'impresa: G. SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati tokenizzati tra prospettive di regolazione e di governance*, in *Riv. dir. banc.*, 2022 277 ss. Poiché si tratta di *token* che realizzano innovative forme di partecipazione all'attività economica e imprenditoriale e attribuiscono al titolare unicamente il diritto di intervento o manifestazione di un parere su alcune materie o quesiti che la società deve sottoporre a soggetti terzi, in ottemperanza agli obblighi in materia ESG, il difetto del carattere finanziario fa sì che gli stessi siano soggetti ai regimi di emissione e circolazione sanciti dal MiCAR.

¹⁹ Il DAO è un'innovativa forma organizzativa il cui funzionamento e la cui *governance* sono basati su un codice informatico che va a sostituire l'interazione delle persone fisiche: la raccolta di capitali si realizza mediante la consegna da parte degli investitori di cripto-valuta *Ethereum*, in cambio della quale sono consegnati *DAO token*. In argomento, si veda P. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 63; G. SCOGNAMIGLIO, *Intelligenza artificiale e gruppi di imprese*, in *Diritto societario, digitalizzazione, e intelligenza artificiale*, in ricordo di A. Gambino, a cura di N. ABRIANI, R. COSTI, Milano, Giuffrè, 2023, 226 s.; G. PROIETTI, *Le nuove realtà organizzative tra imprenditore artificiale e Decentralized Autonomous Organization*, in *La finanza decentralizzata. Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, a cura di S.L. FURNARI, Roma, Minerva Bancaria, 2023, 175 ss.

²⁰ Come ha avuto occasione di rilevare la nostra dottrina, in USA come in Italia le nozioni, rispettivamente, di *security* e di prodotto finanziario risultano particolarmente ampie, dato il ricorso, da un lato, all'*Howey Test* e, dall'altro, all'ampia definizione di prodotto finanziario contenuta nell'art. 1, primo comma, lett. u, t.u.f.; cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak, if you can: What are you? An Alternative approach to the qualification of tokens and initial coin offerings*, in *ECFR*, 2020, 40 ss.

²¹ *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification*

CAR, al fine di elaborare orientamenti sulle condizioni e sui criteri per la qualificazione delle crypto-attività come strumenti finanziari. Siffatti orientamenti risultano necessari non solo per perseguire soluzioni uniformi all'interno dell'Unione europea, ma anche perché la concreta individuazione della disciplina applicabile discende dalla natura finanziaria, o meno, delle crypto-attività: gli *utility token*, infatti, sono soggetti al regolamento MiCA, mentre i *security token* sono regolati dalla MiFID II²² e dal *DLT Pilot Regime*²³, che contiene regole a carattere temporaneo²⁴ e che modifica la definizione di "strumento finanziario" prevista nella MiFID II²⁵, mediante l'introduzione della figura dello strumento finanziario in "forma digitale". Allo stesso tempo, nel nostro Paese, l'art. 31 del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modificazioni in l. 10 maggio 2023, n. 52, (decreto FinTech) ha aggiornato la nozione di strumento finanziario reperibile nell'art. 1, secondo comma, t.u.f., che ora include espressamente «gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

In particolare, il *Pilot Regime*, nella ricerca di un equilibrio tra il sostegno all'innovazione e la regolamentazione del rischio di esposizione degli investitori ad attività non tradizionali, detta norme rivolte a regolare specificamente le azioni e le obbligazioni, oltre ad altre forme di debito cartolarizzato, quali le ricevute di deposito in relazione a tali titoli, o strumenti del mercato monetario, a cui si aggiungono le quote di organismi di investimento collettivo di cui all'art. 25, par. 4, lett. a, punto iv, MiFID II, con la previsione di specifiche soglie di valore di mer-

of crypto assets as financial instruments, <https://www.esma.europa.eu/document/consultation-paper-draft-guidelines-conditions-and-criteria-qualification-crypto-assets>, 29 gennaio 2024.

²² In linea con i principi di «stesse attività, stessi rischi, stesse regole» e di «neutralità tecnologica» (Considerando n. 9 del MiCAR), il MiCAR si applica solo alle crypto-attività che non sono coperte dalla legislazione esistente dell'UE e, in particolare, dalla MiFID II.

²³ Regolamento (UE) n. 2022/858 del 30 maggio 2022, relativo ad «un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito». Il *DLT Pilot Regime* è direttamente applicabile negli Stati membri della UE a partire dal 23 marzo 2023; si veda P.R. AMENDOLA, P. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, in *ItaLJ*, 2023, 141 ss.

²⁴ Si vedano, in particolare, i Considerando n. 5 ss. del *DLT Pilot Regime*, in cui si conferma come l'esperienza acquisita con il regime pilota dovrebbe contribuire a «individuare eventuali proposte pratiche per un quadro normativo idoneo al fine di apportare adeguamenti mirati alla normativa dell'Unione in materia di emissione, custodia e amministrazione delle attività, negoziazione e regolamento di strumenti finanziari DLT». Il regolamento, infatti, dispone che l'Autorità europea preposta alla vigilanza (Esma) presenti alla Commissione europea, entro il 24 marzo 2026, una relazione riguardante tra l'altro gli eventuali rischi, vulnerabilità o inefficienze per la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria derivanti dall'uso della tecnologia a registro distribuito, compresi i rischi giuridici e sistemici ed operativi che non sono stati sufficientemente affrontati dalla legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari.

²⁵ Il *DLT Pilot Regime* interviene sulla definizione resa dall'art. 4, par. 1, punto 15, MiFID II, estendendo la definizione di strumento finanziario agli strumenti emessi mediante *blockchain*, includendo anche i *security tokens*.

cato aggregato, allo scopo di evitare rischi per la stabilità finanziaria (art. 3 *DLT Pilot Regime*)²⁶. Anche il successivo decreto FinTech introduce una disciplina specifica in merito all'emissione, negoziazione e circolazione tramite DLT di alcuni specifici strumenti finanziari, quali le azioni, le obbligazioni e i titoli di debito di s.r.l.²⁷, richiamando espressamente i limiti previsti dall'art. 3 del *DLT Pilot Regime*.

L'inclusione delle azioni e delle obbligazioni nell'ambito disciplinare degli strumenti finanziari DLT produce l'effetto immediato di consentire la negoziazione di questi titoli tramite le nuove tecnologie e, al contempo, fornisce una precisa cornice normativa al fenomeno. In particolare, l'inclusione delle partecipazioni sociali, e nello specifico delle azioni (cui fa espresso riferimento il Decreto FinTech), nel novero degli "strumenti finanziari digitali" consente alle imprese di accedere ai numerosi vantaggi relativi al collocamento e alla negoziazione delle medesime partecipazioni tramite DLT.

Com'è avvenuto per la disciplina del *crowdfunding*, nel decreto FinTech il legislatore si è concentrato sugli aspetti relativi alla sicurezza della circolazione, lasciando sullo sfondo le ricadute della tecnologia sui rapporti sociali: le caratteristiche di celerità di negoziazione e potenziale diffusione degli strumenti finanziari non si accompagnano a regole in grado di garantire un maggiore sforzo informativo da parte della società nei confronti dei soci²⁸. Inoltre, l'attribuzione al socio della possibilità di agire direttamente sulla DLT, sancita dall'art. 17 del decreto

²⁶ Il Considerando n. 23 del *DLT Pilot Regime*, infatti, chiarisce che «Al fine di consentire l'innovazione e la sperimentazione in un solido contesto normativo, preservando nel contempo la tutela degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria, i tipi di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT dovrebbero essere limitati alle azioni, alle obbligazioni e alle quote di organismi di investimento collettivo che beneficiano dell'esenzione basata esclusivamente sull'esecuzione ai sensi della direttiva 2014/65/UE. Il presente regolamento dovrebbe fissare soglie che potrebbero essere ridotte in determinate situazioni. In particolare, per evitare rischi per la stabilità finanziaria, è opportuno limitare il valore di mercato aggregato degli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT».

²⁷ Alle quali si aggiungono gli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, nonché i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani; le ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani; gli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano; le azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani di cui all'art. 1, primo comma, lettera l, t.u.f. (art. 2 decreto FinTech). Si osserva che nulla, invece, viene stabilito per gli strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci, previsti dall'art. 26, settimo comma, d.l. n. 179/2012.

²⁸ L'art. 12 decreto FinTech, senza introdurre nuovi obblighi informativi, che avrebbero potuto essere giustificati dal ricorso ad una tecnologia disintermediata, si limita a prevedere che le informazioni elencate all'art. 2354 c.c. e quelle relative ai limiti al trasferimento delle azioni di cui all'art. 2355-bis c.c. sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo.

FinTech, si accompagna ad una condizione in cui le clausole statutarie relative ai limiti di trasferibilità della partecipazione, e dunque inerenti alla tendenziale stabilità della compagine sociale, rischiano di perdere concreta efficacia. Si realizza, dunque, una condizione in cui il ricorso alla DLT comporta la necessità di dotarsi di strumenti ulteriori in grado di supportare, sul versante tecnologico, il rispetto dei limiti introdotti dall'autonomia privata: si pensi, ad esempio, alla presenza di appositi *smart contract*, che rendano automatica l'applicazione del limite posto statutariamente²⁹.

Come si diceva, con riferimento alle partecipazioni sociali il decreto FinTech regola in via immediata, quali strumenti finanziari digitali, le sole azioni; l'art. 28, secondo comma, lettera *a-bis*, tuttavia, consente alla Consob di includere, nel novero degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del decreto FinTech, anche le quote di partecipazione ad una s.r.l. «in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile».

Per vero, al momento l'Autorità ha esercitato solo parzialmente i diversi poteri attribuiti dal già citato art. 28 decreto FinTech: lo scorso 6 dicembre 2023, la Consob, infatti, ha approvato il "Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari", regolamento Consob n. 22923, senza fare menzione delle quote di s.r.l., concentrandosi soprattutto su quanto necessario per il concreto avvio dell'operatività del nuovo regime, come ad esempio la determinazione dei principi e dei criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale.

Il potere di applicare il decreto FinTech alle quote di s.r.l. è rimasto, al momento, inattuato e ciò rivela un atteggiamento di grande cautela da parte della Consob; ciononostante, e in attesa di comprendere se, e in che termini, sarà esercitato il potere delegato, si è in grado di osservare come la scelta del legislatore di rango primario espressa nell'art. 28 decreto FinTech, benché al momento priva di effetti concreti, si collochi a pieno titolo nel solco di un progressivo mutamento delle regole che sovrintendono alla circolazione della quota di s.r.l. L'evoluzione in corso va ad incidere, come si avrà modo di osservare, sulle tradizionali caratteristiche della partecipazione in s.r.l., secondo la via già tracciata dalla recente modifica delle regole sul *crowdfunding* (art. 100-ter, primo comma, t.u.f.), nella chiara direzione della valorizzazione della capacità dell'impresa di accedere al mercato del capitale di rischio, anche per mezzo di tecniche e regole volte a garantire la facile trasferibilità delle partecipazioni.

Il contesto giuridico vigente è, nel complesso, molto recente: sia la nuova formulazione dell'art. 100-ter t.u.f., sia il decreto FinTech sono entrati in vigore nel

²⁹ Ciò comporta, in altri termini, la necessità di ricorrere ad un codice di programmazione che supporti, come fonte di diritti ed obblighi, il linguaggio naturale proprio dei contratti e degli statuti.

corso del 2023 e a questi si è appena aggiunta la l. 5 marzo 2024, n. 21, legge “capitali”³⁰. Può essere, quindi, opportuno cercare di ricomporre il quadro complessivo, caratterizzato come si diceva dall’evoluzione tecnologica e dalle sempre più pressanti esigenze delle imprese, anche per verificare se e in che modo le nuove regole sono in grado di segnare un itinerario in cui le diverse questioni, e le soluzioni consentite dal legislatore, vanno ad intrecciarsi e a condizionarsi reciprocamente.

2. Dal reclutamento dei soci “a trattativa privata” alla quota come oggetto di “offerta al pubblico”.

L’attuale formulazione dell’art. 100-ter, primo comma, t.u.f., con l’espressa deroga all’art. 2468, primo comma, c.c., consente, come si è avuto modo di osservare, a tutte le s.r.l., indipendentemente dalla presenza del requisito dell’innovatività e dal profilo dimensionale, di accedere a finanziamenti alternativi a quello bancario³¹. Ciò può avvenire mediante la realizzazione di offerte tramite piattaforme telematiche, aventi ad oggetto partecipazioni «di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni» (art. 2, primo comma, lett. n, del regolamento UE 2020/1503).

L’art. 100-ter t.u.f., in particolare, sancisce la facoltà di sottoporre le quote di s.r.l. ad operazioni di offerta al pubblico di prodotti finanziari «anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*», purché nei limiti previsti dal regolamento UE 2020/1503: con l’effetto, almeno guardando al puro dato testuale, di prospettare ipotesi alternative rispetto al *crowdfunding* medesimo, peraltro non compiutamente regolate. Se si guarda alla tumultuosa evoluzione del primo comma dell’art. 100-ter t.u.f. si può essere in effetti portati ad interpretare il riferimento letterale «anche attraverso piattaforme di *crowdfunding*», come un’apertura ad operazioni di offerta al pubblico ulteriori e diverse, pur nella costanza dei richiamati limiti dimensionali relativi all’operazione medesima contenuti nell’appena citato rego-

³⁰ L. 5 marzo 2024, n. 21, «Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al d.l.gs. 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti», pubblicata in GU n. 60 del 12 marzo 2024 e vigente al 27 marzo 2024.

³¹ I Considerando Primo e Terzo del regolamento UE 2020/1503 mettono in evidenza la capacità delle piattaforme di *crowdfunding* di realizzare o facilitare l’abbinamento tra potenziali investitori o erogatori di prestiti e imprese che cercano finanziamenti, rappresentando un ulteriore canale di finanziamento rispetto a quello bancario.

lamento³². Questa interpretazione trova fondamento anche nel confronto con la versione previgente del medesimo art. 100-ter, primo comma, t.u.f., all'esito delle modifiche introdotte dall'art. 30 d.l. n. 179/2012: in quella versione della norma, infatti, il regolatore era stato chiarissimo nel consentire alle sole start-up innovative le offerte al pubblico condotte "esclusivamente" attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali³³.

Ma se il confronto diacronico letterale può non sembrare decisivo, a ciò si devono aggiungere le recenti novità normative, guardando, in termini prospettici, alla scelta compiuta dall'art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, del decreto FinTech. La prevista inclusione delle quote di s.r.l. nel quadro normativo dedicato all'emissione e alla circolazione tramite DLT consente di delineare uno scenario, in un futuro prossimo, in cui sia legalmente percorribile un'offerta al pubblico di partecipazioni in s.r.l., mediante il ricorso alla tecnologia *Blockchain*³⁴. Dunque, benché sia certamente possibile prospettare il collocamento e lo scambio di partecipazioni tramite DLT a seguito di una trattativa privata, nell'ambito della quale le parti decidano di avvalersi dei già ricordati vantaggi della nuova tecnologia, questa è in grado di consentire agevolmente l'offerta "al pubblico" delle quote, in un contesto in cui, appunto, può legittimamente essere assente un contatto individuale fra offerente ed oblati³⁵.

Le considerazioni appena svolte danno conto di una sorta di evaporazione³⁶ del criterio discrezionale fra s.p.a. e s.r.l. basato sul divieto, per la s.r.l., di fare delle proprie partecipazioni oggetto di offerta al pubblico³⁷. In concreto, la scelta com-

³² Cfr. F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in questa Rivista, 2023, 915 ss.

³³ A ciò si aggiunge anche il confronto con l'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, il quale sulla falsariga del previgente art. 100-ter t.u.f. dispone che le quote di partecipazione in s.r.l. piccole e medie imprese possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, «anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto», specificando che ciò può avvenire «nei limiti previsti dalle leggi speciali»: limiti ai quali la vigente versione dell'art. 100-ter t.u.f. non fa alcun riferimento.

³⁴ Almeno in mancanza di specifiche restrizioni regolamentari introdotte dalla Consob, non preannunciate però dalla normativa di rango primario. Si può, a questo proposito, ricordare che la DLT è utilizzata come strumento essenziale per le *Initial Coin Offering*, appunto per le potenzialità nel collocamento delle crypto-attività o *token*.

³⁵ Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice civile Commentato*, fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F.D. BUSNELLI, I, Milano, Giuffrè, 2010, I, 501, il quale osserva come secondo la definizione contenuta nell'art. 1, primo comma, lett. *t*, t.u.f. l'offerta al pubblico di prodotti finanziari va intesa come «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

³⁶ G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla Riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2023, 498.

³⁷ Un tema diverso, ma contiguo, attiene alla possibilità di definire la s.r.l. come società "aper-

piuta dall'art. 28, secondo comma, lettera *a-bis*, del decreto FinTech contribuirà a indebolire gli impedimenti al “commercio facile e speculativo di quote”³⁸, rappresentati, come noto, dagli obblighi di pubblicità dell'atto di cessione nel registro delle imprese previsti dall'art. 2470 c.c., con l'effetto di interrompere, o comunque di rendere molto più debole rispetto al passato, la sistematica correlazione tra l'ampia flessibilità statutaria e la necessità che il socio partecipi «in veste di autentico contraente e non di mero aderente, alla determinazione delle regole statutarie»³⁹.

Il declino del divieto di offrire al pubblico le partecipazioni in s.r.l. non trova pari intensità negli altri Paesi, che comunque hanno introdotto e regolato le operazioni di *crowdfunding*. Come ha rilevato la dottrina⁴⁰, nel *Companies Act* inglese del 2006, la s. 755 stabilisce che la *private company* «must not offer to the public any securities of the company»; negli Stati Uniti, il § 342 del *General corporation Law* del Delaware definisce come *close corporation* una società nel cui atto costitutivo si stabilisce che la medesima non effettuerà alcuna offerta delle proprie azioni tale da costituire *public offering* ai sensi del *Securities Act* federale del

ta”; sul tema, rinvio a S. CORSO, (nt. 4), 86 ss. Secondo una parte della dottrina, è possibile dare conto di una s.r.l. “aperta” quando la società si avvalga concretamente di tale possibilità e quindi offra al pubblico, in particolare tramite *crowdfunding*, le proprie partecipazioni: O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (PMI)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, Milano, Giuffrè, 2020, 105; cfr. S. CORSO, (nt. 4), 98 ss. Secondo altra parte della dottrina l'indice di apertura discende dall'emissione di categorie di quote realizzando «un effettivo ricorso a formule partecipative para-azionarie»; cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 851. Cfr. C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, *ivi*, 2020, 1530. Per la rilevanza alternativa di entrambi gli indici, cfr. P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. – PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1461.

³⁸ Cfr. V. DE STASIO, *Trasferimento della partecipazione e conflitto tra acquirenti*, Milano, Giuffrè, 2008, 17 e n. 31, il quale rileva che aprire virgolette basse una delle modalità tecniche privilegiate dal modello tedesco (§ 15 *GmbHG*) è l'imposizione della forma notarile per il trasferimento e per il contratto sottostante, elemento in grado di escludere appunto il commercio facile e speculativo di quote di società». In merito alle finalità della disciplina, rivolta a fare in modo che la s.r.l. recluti la propria compagine sociale “a trattativa privata”, rinvio a G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata come “tipo” normativo*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, VIII, Padova, Cedam, 1985, 73; P. BENAZZO, *L'organizzazione della nuova s.r.l. tra modelli legali e statutari*, in *Società*, 2003, 1064; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005, 15 e n. 50.

³⁹ G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, (nt. 35), 502, ove si collega appunto la condizione descritta sommariamente come “socio imprenditore” alla tendenziale assenza, nelle s.r.l., di tutela imperative paragonabili a quelle previste con riferimento alle s.p.a. Per le difficili questioni interpretative relative alla concreta configurazione dei diritti individuali e collettivi dei quotisti, in un contesto comunque ancora dominato dall'autonomia statutaria, che permane a caratterizzare il tipo s.r.l., rinvio a P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico” di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 103 ss.

⁴⁰ G. ZANARONE, (nt. 36), 498 s. e nt. 245.

1935. Si registrano, tuttavia, segnali contrastanti e talune aperture, come è avvenuto in Spagna con la *ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial*, il cui art. 50, *Formas de financiación participativa*, deroga al divieto ordinario di offerta al pubblico delle partecipazioni di *sociedades de responsabilidad limitada*, consentendo che i progetti di finanziamento vengano realizzati tramite l'emissione o la sottoscrizione di partecipazioni di *sociedades de responsabilidad limitada*, in un contesto in cui, comunque, la possibilità di offerta al pubblico è circoscritta al solo canale telematico⁴¹.

3. Le quote “standardizzate” nella normativa e una possibile interpretazione “correttiva”.

Le partecipazioni di s.r.l., a mente dell'art. 2468, primo comma, c.c., non possono essere rappresentate da azioni: ciò comporta il divieto di incorporare le quote in titoli azionari⁴², ma in termini di maggiore ampiezza la norma potrebbe anche impedire di dividere il capitale di una s.r.l. in frazioni di uguale valore, rappresentate da partecipazioni “standardizzate”, riferibili ad un solo soggetto⁴³. In questo più ampio significato, il divieto contenuto nell'art. 2468, primo comma, c.c. avrebbe ad oggetto anche la creazione di categorie di quote, vale a dire la divisione del rapporto sociale in partecipazioni uguali, fungibili e oggettivizzate, in quanto del tutto indipendenti da ogni riferimento all'avente diritto⁴⁴. Una simile

⁴¹ A. RECALDE CASTELLS, *La sociedad de responsabilidad limitada española, un vehículo poco apto (y sin embargo exitoso) para las Pequeñas y Medianas Empresas*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 571.

⁴² La dottrina più avveduta, G. ZANARONE, (nt. 35), 507, nt. 12, osserva come non vi sia in realtà una connessione logico – necessaria tra il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e il divieto di rappresentare le partecipazioni tramite azioni, in quanto il divieto di sollecitazione tutela l'interesse collettivo, mentre la disciplina dei titoli di credito risolve conflitti tra individui: con l'effetto che, benché la standardizzazione delle partecipazioni possa contribuire alla diffusione fra il pubblico, i due aspetti si pongono su piani diversi; cfr. P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*², Torino, Giappichelli, 1994, 105 ss. Ciò risulta dimostrato dal diritto inglese, in cui, pur in presenza di un divieto in capo alle *private company* di offrire al pubblico le proprie quote, il capitale risulta diviso in *shares*, con l'emissione di *certificates* o anche *warrants* retti dal principio dell'acquisto a non domino (s. 768 e s. 779 *Companies Act* inglese del 2006); cfr. anche G. ZANARONE, *La società a responsabilità limitata nel cammino della riforma*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole, Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, Giuffrè, 2002, 149, ove si osserva che la possibilità di emettere quote unitarie, individuabili e cumulabili in capo allo stesso socio renderebbe le quote medesimo maggiormente idonee alla circolazione, consentendo alla società di reperire risorse, senza bisogno di fare appello al pubblico risparmio.

⁴³ Il divieto di rappresentare le partecipazioni tramite azioni può essere interpretato a seconda del significato che si attribuisce al concetto di azione: G. ZANARONE, (nt. 35), 506, ove si fa riferimento alla «nota polisemia del termine».

⁴⁴ Questo orientamento estende, dunque, il divieto contenuto nell'art. 2468, primo comma, c.c.

interpretazione potrebbe apparire coerente con quanto disposto dall'art. 2479, quinto comma, c.c., in cui il voto risulta legato alla misura della partecipazione senza la possibilità di prevedere deroghe statutarie, nonché con l'art. 2468, secondo comma, in cui la misura dei diritti sociali risulta associata alla misura della partecipazione da ciascuno posseduta, con l'eccezione rappresentata dai particolari diritti concessi "a singoli soci" previsti dal successivo terzo comma⁴⁵.

L'orientamento più recente, tuttavia, valorizzando l'autonomia contrattuale⁴⁶, considera ammissibile la standardizzazione delle quote: l'art. 2468, quarto comma, c.c., infatti, permette che i particolari diritti attribuiti ai singoli soci, regolati dal precedente terzo comma, siano modificati con il consenso di tutti i soci e, tramite il consenso unanime dei soci, possono anche essere legittimamente create partecipazioni uguali, dotate di prerogative del tutto indipendenti da ogni riferimento all'avente diritto e, quindi, suscettibili di essere conservate in caso di trasferimento⁴⁷. A ciò si aggiunge quanto previsto dall'art. 26, secondo e terzo

alla possibilità di rappresentare le quote da parte di entità di pari valore *ex art.* 2348 c.c., entità che il legislatore qualifica come azioni anche quando lo statuto, in applicazione dell'art. 2346, primo comma, c.c. abbia escluso l'emissione dei relativi titoli. In termini sistematici, l'interpretazione in parola si mostra coerente con la ben nota distinzione fatta propria dalla legge delega (l. n. 366/2001, artt. 3 e 4), secondo cui la s.r.l. va intesa come tipo basato sul «principio della rilevanza centrale del socio», contrapposto alla s.p.a. come tipo fondato, invece, sulla «rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio». Cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata riformata*, in *Riv. soc.*, 2003, 801, in cui si interpreta nel senso del divieto alla standardizzazione delle partecipazioni, intesa come «divisione del rapporto sociale in partecipazioni uguali, indipendenti dal numero e dalla misura degli aventi diritto»; diversamente, N. DE LUCA, *Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 867; P. ABBADESSA, *sub art.* 2325, in *Società di capitali, commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 6.

⁴⁵ Sussiste un nesso tra la disciplina relativa alla circolazione prevista dall'art. 2470 c.c., caratterizzata da tempi e costi tali da ostacolare la formazione di un mercato di massa e il duplice divieto contenuto nell'art. 2468, primo comma, c.c.; nel quadro normativo vigente, quindi, le deroghe all'art. 2468, primo comma, c.c. sono coerenti con la presenza di radicali interventi nel senso della facilitazione e "fluidificazione" della circolazione medesima; cfr. V. DE STASIO, *sub art.* 2468 c.c., in *Codice commentato delle s.r.l.* diretto da P. BENAZZO, S. PATRIARCA, Torino, Utet, 2006, 129.

⁴⁶ La dottrina mette in evidenza come l'art. 2468, quarto comma, c.c. esiga l'unanimità per le modificazioni dei diritti particolari dei soci analogamente a quanto avviene, *ex art.* 2252 c.c. per le modifiche del contratto sociale di società di persone dall'art. 2252 c.c., v. M. PERRINO, *La "rilevanza del socio" nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 129, e A. DACCÒ, *"Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2013, 107 ss.

⁴⁷ La Relazione ministeriale alla Riforma del 2003, al paragrafo 11, rivela che «si è ritenuto coerente con le caratteristiche personali del tipo societario della s.r.l. (...) non prevedere la possibilità di categorie di quote, che implicherebbe una loro oggettivizzazione e, quindi, una perdita dal collegamento alla persona del socio»; ma v. M. AVAGLIANO, *sub art.* 2468, Consiglio Nazionale del Notariato, Studi e Materiali, suppl. al fascicolo I, 2003, 330, ove si osserva che l'avviso della relazione non appare espressamente giustificato da alcuna nuova norma e che la conclusione si farebbe deriva-

comma, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. con modifiche dalla l. 17 dicembre 2012, n. 22: queste norme, originariamente rivolte alla regolazione di ambiti settoriali come le start-up innovative, si trovano oggi ad avere un dominio di applicazione molto più vasto, in quanto consentono espressamente a tutte le s.r.l. piccole e medie imprese, dopo la modifica introdotta dall'art. 57, primo comma, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, conv. con mod. dalla l. 21 giugno 2017, n. 96, di creare categorie di quote fornite di diritti diversi ed anche di creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta, ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, in espressa deroga al già richiamato art. 2479, quinto comma, c.c.⁴⁸. Infine, la recentissima legge “capitali”, all'art. 3, primo comma, nel modificare il già richiamato art. 26 del d.l. n. 179/2012, mediante l'introduzione del nuovo comma 2-*bis* prevede, come avremo modo di osservare, che le quote di s.r.l. piccole e medie imprese, «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti», possano esistere in forma scritturale ai sensi dell'art. 83-*bis* t.u.f., legando in questo modo alla standardizzazione delle quote la c.d. dematerializzazione delle stesse.

A ciò si deve aggiungere in prospettiva che, quando la quota di s.r.l. potrà cir-

re a livello sistematico da una concezione delle singole partecipazioni «come plasmate in maniera personalizzata, rifuggente da ogni ipotesi di standardizzazione». A ciò si aggiunge l'ampia autonomia contrattuale sancita dall'art. 2468, quarto comma, c.c., che rinvia alle disposizioni dell'atto costitutivo con il limite relativo alle regole dettate in tema di diritto di recesso ex art. 2473 c.c.; cfr. M. NOTARI, *Diritti “particolari” dei soci e categorie “speciali” di partecipazioni*, in AGE, 2003, 325, il quale non rinviene particolari ostacoli alla derogabilità del principio di proporzionalità dei diritti rispetto alla partecipazione sociale, giungendo ad ammettere la configurabilità di partecipazioni “speciali”, in grado di far circolare i diritti particolare con la quota. Della stessa opinione O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto Commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, Torino, Cedam, 2007, 139 ss.; A. DACCÒ, (nt. 46), 402; A. BLANDINI, *Categorie di quote e categorie di soci*, Milano, Giuffrè, 2009, 185 ss.

⁴⁸ La questione non è del tutto pacifica, dato che secondo un orientamento la norma non avrebbe derogato espressamente al principio dell'unicità della quota, con l'effetto che l'art. 26 d.l. n. 179/2012 consentirebbe solo di suddividere le partecipazioni in categorie, ma non anche di suddividere queste ultime in unità predeterminate e vincolanti: Orientamento I.N.6/2018 del Comitato del Triveneto dei Notai in materia di atti societari, Milano, 2021, 483, segnalato da G. ZANARONE, (nt. 36), 510, nt. 260; cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 37), I, 516 ss. Si deve, tuttavia, osservare che l'orientamento qui riportato presenta delle conseguenze non di poco conto nell'attuale quadro normativo, anche in considerazione della stretta interdipendenza tra le questioni qui trattate. Infatti, non accogliere l'orientamento che consente la standardizzazione delle quote impedisce di riconoscere che le quote delle s.r.l. piccole e medie imprese, richiamate dall'art. 26 d.l. n. 179/2012, siano suscettibili di essere qualificate come valori mobiliari ai sensi dell'art. 1, primo comma-*bis*, t.u.f., in quanto trasferibili mediante offerta al pubblico e configurate dall'atto costitutivo come partecipazioni-tipo, di eguale valore e attributive di uguali diritti appartenenti ad una determinata categoria, ex art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012; in argomento, rinvio *infra*, par. 6.

colare tramite *blockchain*, nei modi e nei tempi che la Consob disporrà con proprio regolamento, giusta il già richiamato l'art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, decreto FinTech, le esigenze di standardizzazione si faranno ancora più intense. Per quanto la quota, nei fatti, possa circolare tramite DLT senza avere subito processi di standardizzazione e a seguito di una trattativa privata, per sfruttare appieno le potenzialità della nuova tecnologia, almeno in termini di efficienza, bassi costi e trasparenza, è necessario consentire alle quote di essere agevolmente collocate e trasferite: la standardizzazione consente, appunto, di semplificare le operazioni di collocamento e trasferimento, facilita inoltre l'esercizio dei diritti relativi alle partecipazioni, anche per il tramite di *smart contract*, con la conseguente riduzione dei tempi e il decremento dei possibili rischi di controparte. Ciò potrebbe rendere maggiormente "attraente" l'acquisto delle quote, comprese quelle per le quali la deroga all'art. 2479, quinto comma, c.c. (consentita dal già richiamato art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179) preveda la limitazione o l'esclusione del diritto di voto.

Si deve osservare, tuttavia, che il percorso verso la libera standardizzazione della quota non si presenta privo di difficoltà e contraddizioni. Il disposto dell'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 e la legge "capitali" che lo modifica, infatti, si riferiscono alle sole s.r.l. piccole e medie imprese, perpetrando quella diversità di trattamento tra le s.r.l. piccole e medie imprese e le s.r.l. grandi imprese che era stata introdotta a seguito delle modifiche introdotte dal d.l. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012. Il disallineamento è reso ancora più evidente dalla circostanza per cui una simile discriminazione dimensionale risulta ora assente nel disposto dell'art. 100-ter, primo comma, t.u.f., come modificato dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, mentre la possibilità di estendere la disciplina della DLT alle quote di s.r.l. è sancita dal già richiamato art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, decreto FinTech, senza fare alcun riferimento alle dimensioni dell'impresa.

Il disallineamento appena descritto non deve, però, condurre a ritenere che le s.r.l. grandi imprese non abbiano la facoltà di emettere quote di categoria, eventualmente dotate di diritti limitati. A favore di questa interpretazione, infatti, militano diversi indizi. Se si guarda alla stessa disciplina contenuta nel d.l. n. 179/2012, si può osservare che accanto alla previsione espressa della facoltà di emissione di categorie di quote per le piccole e medie imprese, manca qualsiasi indicazione circa le conseguenze di un'eventuale perdita dello status di piccola o media impresa, eventualità che può realizzarsi di fatto senza alcuna forma di accertamento, né pubblicità.

L'art. 31, quarto comma, d.l. n. 179/2012, per vero, facendo ancora riferimento (come l'intero provvedimento nella sua versione originale) alle sole start-up innovative, regola la cessazione dell'applicazione della disciplina speciale, con la precisazione che per la s.r.l. start-up innovativa le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26 d.l. n. 179/2012, mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli

strumenti finanziari partecipativi già emessi. Da ciò consegue che l'esistenza di quote di categoria, benché tale circostanza incida profondamente sulla struttura finanziaria della società⁴⁹, non sia per sé incompatibile con la condizione della s.r.l. divenuta grande impresa, per aver perduto le caratteristiche dimensionali di piccola o media impresa⁵⁰; proseguendo con il ragionamento, la stessa normativa richiamata dimostra come non vi sia alcun ostacolo logico o giuridico alla presenza di quote di categoria nelle s.r.l. grandi imprese.

Si può ulteriormente osservare come l'art. 31 del d.l. n. 179/2012 acquisisca una connotazione differente rispetto all'interpretazione che poteva trovare fondamento nella versione originale del decreto medesimo, dopo l'estensione delle regole previste dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012 a tutte le s.r.l. piccole e medie imprese e non più alle sole start-up innovative, iscritte nella sezione speciale del registro delle imprese.

Infatti, nel contesto precedente, dominato dalle caratteristiche essenziali delle start-up innovative, la permanenza di soci titolari di quote di categoria, in una società divenuta ordinaria, risponde ad un disegno che vede permanere una dialettica intercorrente tra un gruppo di comando e un insieme di soci divenuti tali a seguito di un investimento in un progetto credibile; questo disegno risponde alla disciplina del già richiamato previgente regolamento Consob del 2013, ove il trasferimento del controllo doveva essere statutariamente previsto come causa di recesso o come evento che avrebbe consentito l'attivazione di una clausola di co-vendita, nell'ambito di un permanente e rilevante rapporto tra soci "fondatori" di un'impresa innovativa e "investitori" in *crowdfunded equity*.

Nel quadro normativo attuale, invece, la perdita dei requisiti attiene solo all'aspetto dimensionale della s.r.l., senza che vi sia la perdita di una specifica "qualificazione" da cui discende l'iscrizione in una sezione speciale del registro delle imprese, con l'effetto di confermare la compatibilità, per la s.r.l. grande impresa, di ciò che risulta disciplinato per la s.r.l. piccola e media impresa, sia con riferimento alle quote di categoria emesse in presenza dei requisiti dimensionali, sia (portando a più ampie conseguenze il discorso) con riferimento alla diretta emissione di quote di categoria da parte delle s.r.l. grandi imprese. Per queste ultime, infatti, la facoltà in parola risulta essenziale sia per poter accedere alle potenzialità delle operazioni consentite dall'art. 100-ter t.u.f. e dal regolamento (UE) 2020/1503, il quale, come si avrà modo di osservare, si rivolge alle parteci-

⁴⁹ Cfr. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, Torino, Giappichelli, 2015, 133; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 51 ss.

⁵⁰ Cfr. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018/I del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e Materiali*, 2/2018, con riferimento agli "effetti permanenti" di alcune delle deroghe al diritto societario contenute nel d.l. n. 179/2012, per l'ipotesi in cui la s.r.l. abbia perduto i requisiti per la qualificazione come PMI di cui originariamente era in possesso.

pazioni che abbiano le caratteristiche di “valori mobiliari”, sia per poter ricorrere alla DLT, mediante l’emissione di quote qualificabili come strumenti finanziari digitali, quando ciò risulterà concretamente attuabile secondo le indicazioni del decreto FinTech (art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*).

4. Le quote dematerializzate: l’art. 100-ter t.u.f. e la legge “capitali”.

L’art. 100-ter, primo comma, t.u.f. descrive un quadro normativo in materia di circolazione delle quote particolarmente complesso⁵¹, in quanto risulta formato da un regime ordinario, riconducibile all’art. 2470, secondo comma, c.c. e da due regimi alternativi volontari, consistenti, il primo, nel ricorso alla firma digitale (art. 36, comma 1-bis, d.l. n. 112/2008 e art. 14, ottavo comma, l. n. 183/2011) e, il secondo, nel ricorso ad intermediari autorizzati *ex art.* 100-ter, t.u.f., definito anche come “dematerializzazione della quota”⁵². Con il primo dei regimi alternativi, giunto a compimento a seguito dell’interpretazione autentica fornita dall’art. 14, ottavo comma, della già citata l. n. 183/2011, il trasferimento della partecipazione avviene, in un’ottica di semplificazione e di riduzione dei costi, con la firma digitale di cui all’art. 24 del codice dell’amministrazione digitale (d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82), vale a dire la firma digitale semplice e senza la necessità dell’intervento notarile nella procedura telematica di trasferimento delle quote⁵³. Anche il secondo regime alternativo è volontario e, tramite l’intervento dell’intermediario, comporta la riduzione degli oneri connessi con la circolazione, in un’ottica di fluidificazione del mercato secondario⁵⁴.

⁵¹ Cfr. N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 37), I, 680 ss.

⁵² Il riferimento alla “dematerializzazione”, benché manchi in realtà un documento da dematerializzare, deriva dalla Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative, pubblicata a cura del Ministero per lo sviluppo economico il 27 maggio 2015 e reperibile in www.mise.gov.it. Il riferimento alla dematerializzazione è qui considerato solo metaforico: G. ZANARONE, (nt. 35), 258. Ciò che è sostituito non è un ipotetico strumento rappresentativo della quota, ma le formalità previste dall’art. 2470 c.c. e culminanti nel deposito dell’atto di trasferimento nel registro delle imprese: v. M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 982, ove si osserva che il meccanismo dell’art. 100-ter t.u.f. «palesa con una certa evidenza il proprio debito» nei confronti dei modelli di gestione accentrata di strumenti finanziari, anche se riveduti e corretti; cfr. P. BENAZZO, *Start-up e PMI innovative*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Aggiornamento, Milano, Utet, 2017, 484 e N. DE LUCA *Crowdfunding e quote “dematerializzate” di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 3.

⁵³ Si è giustamente osservato che alla logica della semplificazione si sono sacrificati altri valori, come la sicurezza della legalità degli atti che approdano ai pubblici registri, in quanto l’intermediario di cui all’art. 36 del d.l. n. 112/2008 non dispone dei poteri di accertamento e controllo che spettano al notaio: G. ZANARONE, (nt. 35), 244.

⁵⁴ Come conferma la già richiamata Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innova-

In particolare, la dematerializzazione della quota di s.r.l. ha subito rilevanti e recentissimi interventi normativi, dato che, dopo le modifiche all'art. 100-ter t.u.f., introdotte dall'art. 1, primo comma, lettera d, del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, l'istituto non risponde più alla logica del *favor* nei confronti della piccola e media impresa, ma risulta ora accessibile a tutte le s.r.l., indipendentemente dalla dimensione dell'impresa. A ciò si aggiunge la legge "capitali", in cui si specifica che il regime alternativo di circolazione delle quote si applica anche alle categorie di quote "dematerializzate" di s.r.l. piccole e medie imprese, come previsto dal nuovo art. 26, comma 2-bis d.l. n. 179/2012 (come novellato dalla legge "capitali"). La dematerializzazione è, dunque, accessibile anche a prescindere dalla partecipazione dell'impresa ad un'operazione di *crowdfunding*⁵⁵.

Anche in questo caso, il legislatore mostra di favorire la rapidità e speditezza nella circolazione delle partecipazioni, consentendo di stravolgere, alle condizioni indicate dalla legge, le tradizionali regole codicistiche in tema di pubblicità⁵⁶. La facile trasferibilità rappresenta, nell'ottica del legislatore di questi anni, un innegabile vantaggio, in quanto il buon esito di una raccolta di risorse effettuata da un'impresa dipende in larga misura dalla possibilità che le partecipazioni in capitale di rischio possano successivamente circolare, tutelando l'interesse al disinvestimento⁵⁷.

tive, pubblicata a cura del Ministero per lo sviluppo economico il 27 maggio 2015 e reperibile in www.mise.gov.it.

⁵⁵ Ciò risulta anche dalla modifica dello stesso art. 100-ter, secondo comma, t.u.f. attuata dall'art. 3, secondo comma, legge "capitali", in seguito alla quale la disciplina per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società a responsabilità limitata ivi prevista è da considerarsi alternativa al regime di circolazione in forma scritturale di cui al nuovo art. 26, comma 2-bis, d.l. n. 179/2012.

⁵⁶ Si tratta di esigenze manifestate ormai da anni dagli operatori, come si rileva dal documento propositivo dell'*Advisory board* di Assolombarda, dove si proponeva che, successivamente alla conclusione della campagna di *equity crowdfunding*, la sottoscrizione e il trasferimento delle quote di start-up innovative fossero «gestiti dagli intermediari finanziari abilitati, in sostituzione della Camere di Commercio, senza oneri amministrativi e fiscali per i passaggi di proprietà tra i soci, replicando quindi il modello previsto per la gestione dei titoli dematerializzati»: Documento del 5 agosto 2014, *Equity crowdfunding in salsa tricolore*, in www.osborneclarke.com.

⁵⁷ La dematerializzazione, semplificando le modalità di circolazione delle quote di s.r.l., risulta funzionale alla creazione di un mercato secondario delle quote; cfr. P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle PMI costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 619. Per vero, si tratta solo di un primo passo verso la creazione di un compiuto mercato secondario, sia per i limiti dei canali telematici, cfr. M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, 4 febbraio 2019, in www.diritto bancario.it e U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti di tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 524, sia per la mancanza di un mercato stabile e permanente, in grado di garantire la trasparenza, stabilità e correttezza degli scambi come previsto dalla disciplina contenuta nella parte III del t.u.f.; cfr. M. CIAN, *Dalla s.r.l. personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.? in La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del Codice della Crisi*, Studi in

Le nuove regole in materia di dematerializzazione della quota di s.r.l. piccola e media impresa, inoltre, prevedono espressamente l'applicazione alle quote della disciplina contenuta negli artt. 83 ss. t.u.f., superando, per norma di legge, le perplessità fondate sull'impossibilità di applicare alle s.r.l. tutte quelle disposizioni del t.u.f. che, pur in assenza di una *chartula*, riflettono la disciplina della stessa: perplessità che trovavano giustificazione anche nella Relazione Ministeriale al Codice civile che, al n. 1012, fa riferimento allo scopo di impedire che le quote di s.r.l. possano «pervenire alle forme di circolazione proprie dei titoli di credito, che qui non sarebbero giustificate». Risulta, dunque, ora applicabile, per espressa disposizione di legge (art. 2-ter d.l. n. 179/2012, come novellato dalla legge “capitali”) l'art. 83-*quinquies*, secondo comma, t.u.f., che riproduce il contenuto dell'art. 1994 c.c. sull'acquisto *a non domino* dei titoli di credito e dispone che «colui che ha ottenuto la registrazione in suo favore in base a titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte dei precedenti titolari».

In questo contesto, sempre più intricato, l'art. 11 del decreto FinTech regola anche possibili combinazioni tra la DLT e la dematerializzazione⁵⁸ e questa circostanza dovrà essere tenuta in considerazione quando Consob deciderà di estendere alle quote di s.r.l. la disciplina degli strumenti finanziari digitali. Come prevede l'art. 11 appena citato, infatti, quando la scritturazione nei DLT sia effettuata in favore di una banca o di un'impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto dei clienti, la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti consegue alla registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario ed i vincoli sugli strumenti finanziari digitali si costituiscono esclusivamente con le registrazioni nel relativo conto; in questi casi si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui agli artt. 83-*quater*, terzo comma, e da 83-*quinquies* a 83-*decies* t.u.f.

5. Il ritorno del libro soci obbligatorio (e molte questioni irrisolte).

Le tumultuose modifiche degli ultimi anni non possono far dimenticare che la disciplina della circolazione delle quote di s.r.l. è radicalmente mutata anche nel corso del secolo passato, in corrispondenza con il diverso delinearsi della fisionomia del tipo. Nel Codice civile del 1942 mancavano le previsioni pubblicitarie

onore di Oreste Cagnasso, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 34. Per il rilievo dell'incompletezza del riferimento ad un auspicato “mercato secondario”, per mancanza di informazioni aggiornate necessarie per decidere in ordine all'investimento, mi permetto di rinviare a I. CAPPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. “dematerializzazione” delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 565 s.

⁵⁸ Cfr. U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot Diritto Bancario*, in *Diritto bancario*, 2023, <https://www.diritto bancario.it/art/digital-securities-prime-note-sul-decreto-di-attuazione-del-dlt-pilot/>.

contenute nel vigente art. 2470 c.c. e solo l'iscrizione nel libro soci rendeva efficace il trasferimento delle quote nei confronti della società; i terzi non erano, dunque, in condizione di conoscere l'identità dell'acquirente della partecipazione⁵⁹, non potendo ispezionare il libro soci, e l'iscrizione nel libro medesimo poteva essere richiesta anche dopo una serie di trasferimenti non documentati, senza che vi fosse la necessità di documentare i passaggi intermedi⁶⁰.

La trasparenza della circolazione delle partecipazioni, invece, caratterizza l'attuale sistema codicistico, così come è venuto a delinearsi a partire dalla l. 12 agosto 1993, n. 310, legge Mancino⁶¹: un ruolo centrale è rivestito dal registro delle imprese, mentre l'abolizione del libro soci obbligatorio (art. 16, commi 12-*quater* ss., d.l. 29 novembre 2008, n. 185, conv. con mod. dalla l. 28 gennaio 2009, n. 2) comporta che l'efficacia del trasferimento della quota verso la società risulti condizionata unicamente dal deposito dell'atto di cessione presso il registro delle imprese⁶².

In questo panorama normativo, la possibilità di ricorrere alla dematerializzazione della quota, con l'effetto di trasferire le partecipazioni mediante un'annotazione nei registri dell'intermediario, dà conto della volontà del legislatore di sacrificare l'impianto introdotto dalla legge Mancino, a fronte dell'esigenza di "fluidi-

⁵⁹ G. STOLFI, *Appunti sull'art. 2479 Codice civile*, in *Giur. it.*, 1973, I, c. 539. Anche il precedente modello, rappresentato dall'anonima per quote (art. 76 Codice di commercio del 1882) era caratterizzato dalla libera trasmissibilità della quota, come rileva P. REVIGLIONE, *Il trasferimento della quota di società a responsabilità limitata. Il regime legale*, Milano, Giuffrè, 1998, p. 72.

⁶⁰ Sul punto, rinvio a V. DE STASIO, (nt. 38), 35; si può, quindi, affermare che, nel sistema del 1942, il libro soci aveva solo funzione di legittimazione dei soci, ma non di documentazione dei trasferimenti; cfr. F. D'ALESSANDRO, *Recensione a S. Gatti, L'iscrizione nel libro dei soci*, Milano, 1969, in *Riv. dir. civ.*, 1970, I, 192, *ivi* 196. Tale circostanza dava conto di un sistema in cui il mutare della compagine sociale non era immediatamente conoscibile né dai terzi, né dalla società e in cui la persona del titolare della quota era – al contrario di ciò che accade oggi – «pressoché assimilata a quella dell'azionista»: così G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, (nt. 38), 58.

⁶¹ Si tratta della l. 12 agosto 1993, n. 310, caratterizzata da finalità più ampie rispetto a quelle di cui si discute nel testo, in quanto, come si legge nella relazione, queste regole si inseriscono «nel contesto di misure legislative (...) tendenti a prevenire e reprimere ogni possibile forma di utilizzazione strumentale dei circuiti finanziari ed economici per finalità illecite»; secondo la dottrina, poi, l'esigenza di trasparenza della circolazione delle quote trascende le dichiarate finalità pubblicistiche ed ha un'innegabile valenza sistematica: G. SCHIANO DI PEPE, *Varata la legge sulla trasparenza nella cessione di partecipazioni sociali*, in *Società*, 1993, 1258; cfr. V. DE STASIO, (nt. 38), 35, il quale a p. 44, nt. 104, individua un nesso in merito alle norme che attengono allo status di socio, introdotte con la riforma del 2003, e la rottura dell'anonimato dei soci, attuata dieci anni prima dalla legge Mancino.

⁶² In questo contesto il libro soci può essere tenuto in via volontaria, ma la composizione della compagine sociale è con certezza ricostruibile, anche da parte degli organi sociali, solo a partire dalle risultanze del registro delle imprese; cfr. G. PETRELLI, *La soppressione del libro soci delle s.r.l.*, in *Società*, 2009, 434.

ficare” la circolazione delle quote medesime⁶³. A ciò si aggiunge, almeno in prospettiva e a seguito del già richiamato emanando regolamento Consob previsto dall’art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, decreto FinTech, la possibilità che la legittimazione all’esercizio dei diritti verso la società discenda dalle scritturazioni nel registro distribuito (art. 5 decreto FinTech)⁶⁴, con l’espressa previsione che i libri sociali siano aggiornati sulla base delle scritturazioni sul registro medesimo (art. 10 decreto FinTech)⁶⁵.

Al venir meno dell’assoluta centralità del registro delle imprese nelle vicende relative alla circolazione della quota, in virtù della disciplina della dematerializzazione della quota e in prospettiva del ricorso alla DLT, si aggiunge, con la legge “capitali”, la riproposizione dell’obbligo di tenuta del libro soci obbligatorio per le s.r.l. piccole e medie imprese che emettano categorie di quote anche fornite di diritti diversi e che ricorrano alla dematerializzazione di cui al nuovo art. 26, comma 2-*bis*, d.l. n. 179/2012. In particolare, il contenuto del libro soci varia a seconda che le quote siano emesse in forma non scritturale o in forma scritturale. Per le quote emesse in forma diversa da quella scritturale, il nuovo art. 26, comma 2-*quater*, d.l. n. 179/2012, dispone che nel libro soci è necessario indicare i nomi dei soci, la partecipazione spettante a ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni ed eventuali variazioni nelle persone dei soci; invece, per le quote emesse in forma scritturale, la società è tenuta ad aggiornare il libro soci a norma dell’art. 83-*undecies* t.u.f.: dunque, il libro soci è aggiornato a seguito del ricevimento delle comunicazioni degli intermediari ai sensi dell’art. 83-*novies*, primo comma, lett. *b)*, *c)*, *d)*, *e)*, *f)* e *g)*, dell’art. 83-*duodecies* t.u.f., nonché, nell’ipotesi di sollecitazione di deleghe promossa dall’emittente stesso, in conformità alle comunicazioni effettuate dagli intermediari ai sensi dell’art. 144, primo comma, t.u.f., entro

⁶³ Si tratta di una scelta che acquisisce una portata certamente maggiore rispetto al passato, dato che coinvolge non più solo le imprese destinate ad essere regolate da norme di settore, come le start-up innovative e le PMI innovative, ma tutte le s.r.l., come prevede l’art. 100-*ter* t.u.f. Sui pericoli che la Legge Mancino concorre a scongiurare, v. il Documento di consultazione della Commissione europea del 3 ottobre 2013, “*Consultation Document: Crowdfunding in the EU-Exploring the added value of potential EU action*”, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.

⁶⁴ Il soggetto iscritto nel registro non può essere sottoposto ad alcuna azione o pretesa da parte degli eventuali precedenti titolari, nel caso in cui la scritturazione nel registro sia stata ottenuta in buona fede ed in base ad un titolo idoneo (art. 5, quarto comma, decreto FinTech).

⁶⁵ Lo stesso libro soci può mutare di forma, in quanto può essere formato e tenuto, come il libro degli obbligazionisti, attraverso il registro per la circolazione digitale, pur mantenendo l’efficacia probatoria prevista dagli artt. 2709 e 2710 c.c. Coerentemente con la centralità del registro per la circolazione digitale, nella relazione tra il libro soci e le scritturazioni del registro, prevalgono queste ultime, sulla base delle quali l’emittente aggiorna i libri sociali. Allo stesso tempo, il soggetto iscritto nel registro non può essere sottoposto ad alcuna azione o pretesa da parte degli eventuali precedenti titolari, nel caso in cui la scritturazione nel registro sia stata ottenuta in buona fede ed in base ad un titolo idoneo (art. 5, quarto comma, decreto FinTech).

trenta giorni dal ricevimento delle medesime. È, dunque, consentita solo in modo differito ed eventuale l'identificabilità tramite il libro soci del sottoscrittore o dell'acquirente della quota, mancando la possibilità di avere una "fotografia" fedele della compagine sociale⁶⁶.

Il quadro normativo che emerge dalle nuove norme lascia aperte molte questioni. Nella disciplina prevista dall'art. 100-ter, commi 2 ss., t.u.f., gli intermediari depositano presso il registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, mentre nella disciplina dettata dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012, per le quote emesse in forma scritturale, manca qualsiasi richiamo al registro delle imprese, con una totale deroga al regime codicistico. Come si diceva, si applica, poi l'art. 83-*quinquies*, secondo comma, t.u.f., con l'effetto che chi ottiene la registrazione in suo favore, in base a titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari: la protezione dell'acquirente di buona fede può rammentare quanto già previsto dall'art. 2470, terzo comma, c.c. con riferimento a chi effettua in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese, anche se il suo titolo è di data posteriore; ciononostante va ricordato che la disciplina della circolazione dematerializzata non consente di informare i terzi, come invece avviene tramite il registro delle imprese. Ciò rende ancor più evidente come il nuovo sistema giunga a favorire una situazione di opacità nell'intestazione delle quote di s.r.l.

Per le quote emesse in forma diversa da quella scritturale dalle s.r.l. piccole e medie imprese che siano ricorse alla dematerializzazione prevista dall'art. 26, comma 2-bis, d.l. n. 179/2012, la legge impone di indicare nel libro soci, tra le altre informazioni, i nomi dei soci, nonché la partecipazione spettante a ciascuno, ma non sono date indicazioni in merito al coordinamento con la disciplina relativa alla pubblicità nel registro delle imprese. Si può, tuttavia, ritenere che, in mancanza di un'espressa deroga ed anche per favorire un minimo di trasparenza, la circolazione delle quote di categoria emesse in forma diversa da quella scritturale dovrà rispettare, anche per le s.r.l. regolate dal citato art. 26 del d.l. n. 179/2012, gli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 2470 c.c.⁶⁷, che condizionano l'efficacia del trasferimento nei confronti della società⁶⁸.

⁶⁶Non si può escludere che una (doverosa) operazione di coordinamento sistematico possa portare, *de iure condendo*, alla previsione, in ogni ipotesi di dematerializzazione, di regole che rendano impossibile l'anonimato per tempi indefiniti da parte dei quotisti non interessati all'esercizio dei diritti sociali.

⁶⁷Questa interpretazione si fonda sulla circostanza per cui, come osserva la dottrina, G. ZANARONE, (nt. 35), 599, nt. 12, la pubblicità e l'iscrizione nel libro soci non possono essere considerate formalità equipollenti.

⁶⁸Non mancano ulteriori questioni aperte, relative al coordinamento del ripristinato libro soci con la disciplina in tema di s.r.l.: ad esempio, ci si domanda da quando decorra il triennio durante il quale l'alienante della partecipazione è obbligato in solido con l'acquirente per i versamenti ancora dovuti: se dall'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese o dall'iscrizione nel libro soci obbligatorio.

6. La quota come valore mobiliare e come strumento finanziario digitale. Una “pluralità” di quote?

Come si è avuto modo di osservare, la normativa in tema di circolazione delle quote di s.r.l. è stata oggetto di una profonda trasformazione, che ha subito una forte accelerazione in tempi molto recenti anche grazie alle possibilità messe a disposizione dallo sviluppo tecnologico, in grado di soddisfare le crescenti esigenze delle imprese. Queste sono ora in grado di accedere, con una facilità difficilmente immaginabile qualche decina di anni fa, ad una vasta platea di investitori; l'accesso alla DLT, prospettato dall'art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, decreto FinTech, contribuirà all'emersione di un nuovo concetto di quota di s.r.l., destinata a circolare come strumento finanziario digitale ed in grado di rappresentare una valida (e compiutamente normata) alternativa rispetto ad ambigue forme di reperimento di risorse per mezzo di *token*, anche dotati di diritti paragonabili a quelli sociali, ma non compiutamente riconducibili al concetto di azione o quota⁶⁹.

Il quadro normativo attualmente vigente in tema di circolazione della quota di s.r.l. evidenzia la necessità di riconoscere la natura poliedrica della quota medesima. Permane la tradizionale quota codicistica, unitaria e oggetto di “trattativa privata”, in cui ogni socio opera in veste di autentico contraente, e non di mero aderente rispetto ad altrui scelte statutarie⁷⁰. In presenza di determinate circostanze, la quota assume carattere di valore mobiliare⁷¹, come prevede l'art. 2 regolamento (UE) 1503/2020⁷², richiamato dall'art. 100-ter t.u.f.: la norma europea si riferisce, infatti, alle «azioni di società privata a responsabilità limita-

⁶⁹ La prospettata inclusione delle quote nel novero degli strumenti finanziari digitali previsti dall'art. 2, primo comma, decreto FinTech consente di dare una compiuta veste giuridica all'emissione e circolazione di crypto-attività emesse da s.r.l. per reperire capitale di rischio, evitando di esporre le imprese al rischio di attuare operazioni ambigue o addirittura illecite; cfr. Cass. pen., sez. II, 22 novembre 2022, n. 44378; Cass. pen., sez. II, 17 settembre 2020, n. 26807, in *Giur. comm.*, 2022, II, 928, con nota di F. CONSULICH, *Il diritto penale nell'età del crypto-oro*.

⁷⁰ G. ZANARONE, (nt. 35), 502.

⁷¹ G. ZANARONE, (nt. 36), 508; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a M. Libertini*, a cura di V. DI CATALDO, V. MIELI, R. PENNISI, Milano, Giuffrè, 2015, I 260; M. CIAN, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium juris*, 2019, 457.

⁷² In astratto, la riconducibilità delle quote di s.r.l. alla qualifica di strumenti finanziari è già ammissibile, in presenza di determinate circostanze, in quanto la quota può essere definita come valore mobiliare ai sensi dell'art. 1, comma 1-*bis*, t.u.f.: l'elenco riportato dalla medesima disposizione, comprendente tra l'altro le azioni, le obbligazioni e i titoli di debito, non risulta affatto tassativo, come osserva E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.; inoltre, le quote, pur non potendo essere rappresentate da azioni, configurano in ogni caso una forma di investimento di natura finanziaria: G. ZANARONE, (nt. 36), 470, nt. 206; A. GUACCERO, (nt. 71), 260 ss.

ta»⁷³ che rientrino nella definizione di «valori mobiliari» contenuta nell'art. 4, par. 1, punto 44, MiFID II e che non siano soggette a restrizioni che «di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese le restrizioni relative alle modalità di offerta o di pubblicizzazione di tali azioni» (art. 2, primo comma, lett. n).

In particolare, la definizione di «valori mobiliari» contenuta nell'art. 4, par. 1, punto 44, MiFID II consente di includere le «azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario», purché negoziabili nel mercato dei capitali. Ciò implica, dato che non si tratta di azioni, né di titoli ad esse riconducibili⁷⁴, una specifica analisi che potrà avere esito positivo nel caso in cui siano individuati valori negoziabili, offerti al pubblico e appartenenti ad una categoria formata di unità fungibili, dello stesso valore e attributive di uguali diritti⁷⁵.

Per vero, l'intrasferibilità assoluta della quota, che l'atto costitutivo può legittimamente prevedere ex art. 2469 c.c., ostacola la qualifica come valore mobiliare; si può, invece ritenere che l'eventuale previsione di una negoziabilità non libera, perché ad esempio siano presenti clausole statutarie di prelazione o di gradimento magari non mero non sia ostativa alla qualifica come valore mobiliare, posto che, come osserva la dottrina, il requisito della libera negoziabilità è previsto dall'art. 66, secondo comma, t.u.f. per l'accesso ad un mercato regolamentato; il che consente di ritenere, *a contrario*, che si può avere un valore mobiliare anche in presenza di una negoziabilità non libera, purché non del tutto esclusa⁷⁶.

Un'ulteriore faccia del poliedro, al quale si può ricondurre metaforicamente la nuova quota di s.r.l., è rappresentata dalla possibilità di ricorrere alla DLT, grazie all'efficienza di questo sistema e alla disintermediazione, che insieme portano ad una maggiore liquidità. In questo quadro normativo, quando sarà esercitato il potere regolamentare delle Consob, la quota rientrerà nel novero degli strumenti finanziari digitali, riconducibili al più ampio perimetro degli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito⁷⁷, di cui all'art. 1, secondo comma, t.u.f.,

⁷³ Nonostante il ricorso al termine «azioni», la dottrina è concorde nel ritenere che la norma si applichi alle quote di partecipazioni in società, ancorché non rappresentate da azioni: F. BRIZZI, (nt. 32), 899 s.

⁷⁴ M. CIAN, (nt. 71), 456.

⁷⁵ Cfr. E. CUSA, (nt. 72), 679 ss., per la negoziabilità come potenziale presenza del prodotto finanziario nel mercato sia primario, sia secondario; diversamente P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *EC-FLR*, 2018, 664, in cui il requisito della trasferibilità, inteso come mero fatto del passaggio della proprietà, è distinto dal requisito della negoziabilità, inteso come facilità con la quale la proprietà può essere trasferita.

⁷⁶ G. ZANARONE, (nt. 36), 508, nt. 258; cfr. E. CUSA, (nt. 72), 681.

⁷⁷ Non tutti gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito cui fa riferimento l'art. 31 decreto FinTech possono essere strumenti finanziari digitali, ma solo, come precisa l'art. 1, lett. c, gli strumenti indicati nell'art. 2, primo comma, del medesimo decreto, emessi su un registro

come modificato dall'art. 31 decreto FinTech. Si prospetta, dunque, un ingresso dichiarato ed espresso della quota di s.r.l. nel novero degli strumenti finanziari, potendo la stessa a pieno titolo formare oggetto di circolazione tramite DLT ed in grado di valorizzare e fare proprie le caratteristiche di facile collocamento e trasferibilità tipiche dell'investimento in crypto-attività⁷⁸.

per la circolazione digitale. A questi strumenti, di cui in prospettiva farà parte la quota di s.r.l., si applicano le disposizioni dei capi I, II, III e V del decreto medesimo.

⁷⁸ L'applicazione del decreto FinTech consentirà di accedere alla DLT evitando forme di opacità e con le garanzie di trasparenza previste dalla legge. La tecnologia, infatti, deve essere in grado di consentire in qualsiasi momento, direttamente o indirettamente, l'identificazione dei soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti, nonché di renderne possibile la circolazione (art. 4, primo comma, lett. *b*, decreto FinTech); inoltre, i registri devono garantire l'accessibilità da parte della Consob e della Banca d'Italia, per l'esercizio delle rispettive funzioni (art. 4, primo comma, lett. *e*, decreto FinTech).

Le s.r.l. aperte al mercato tra *crowdfunding* e sperimentazione di nuovi ambienti digitali

“S.r.l.” and financial markets: a new path between *crowdfunding* and new digital ecosystems

Silvia Corso *, Aldo Laudonio **

ABSTRACT:

Il contributo indaga le conseguenze dell'estensione a tutte le s.r.l. della possibilità di offerta al pubblico delle quote e si interroga sull'attuale significato dell'espressione “s.r.l. aperta” e sulla rilevanza che tale categoria assume in funzione dell'individuazione di uno statuto normativo differenziato, articolato lungo l'intersezione tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati. Lo scritto rileva in particolare la mancanza di raccordo tra la disciplina codicistica della società a responsabilità limitata, che continua ad ignorare la variante “aperta” della s.r.l., e la disciplina contenuta nella legislazione speciale che individua un primo embrionale statuto normativo della s.r.l. come emittente strumenti finanziari destinati al mercato. Dall'analisi della disciplina positiva – ed in particolare dei regimi alternativi di emissione e di circolazione intermediata, dematerializzata, e ora digitale – emerge l'inadeguatezza di tale statuto, ancora caratterizzato da lacune e incongruenze che possono trovare rimedio solo parziale attraverso l'eterointegrazione con la disciplina di diritto dei mercati dedicata agli emittenti PMI. Peraltro, data la varietà e la singolarità degli ambienti di negoziazione accessibili alle s.r.l. (piattaforme di *crowdfunding*, mercati di crescita e ora infrastrutture di mercato DLT), è concreto il rischio che, in assenza di un coordinamento e di uno statuto comune, la frammentazione e la segmentazione della disciplina producano una moltiplicazione di statuti normativi speciali e convenzionali con possibile disorientamento degli investitori.

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli Studi di Cagliari; e-mail: silviacorso@unica.it.

** Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi “Magna Græcia” di Catanzaro; e-mail: aldo.laudonio@unicz.it. Lo scritto costituisce la rielaborazione, con le integrazioni e l'arricchimento dell'apparato bibliografico, delle relazioni svolte dagli Autori al seminario *online* organizzato il 27 ottobre 2023 da questa *Rivista* dal titolo *Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*. Benché il testo sia frutto di una riflessione congiunta, sono da attribuire alla prof.ssa Silvia Corso i paragrafi da 1 a 4 ed al prof. Aldo Laudonio i paragrafi da 5 a 7. Il paragrafo 8 è frutto del lavoro di entrambi gli Autori.

This article focuses on the possibility for s.r.l. to offer their shares on capital markets and inquires the scope of this innovation in the perspective to identify a different regime for “s.r.l. aperte” along the intersection between corporate law and financial markets legislation. The essay highlights the lack of connection between the discipline of s.r.l. in the civil code – which ignores the possibility for s.r.l. to offer their shares to the public – and the financial markets regulation, which contains a first embryonic regime for limited liability companies as issuers of financial instruments on capital markets. The analysis of corporate law rules regarding emission and trading of shares (intermediated, dematerialized and digital regimes) shows that actual provisions are characterized by gaps and inconsistencies, which can only be partially remedied through the integration with financial markets legislation dedicated to SME issuers. Furthermore, given the variety and uniqueness of trading venues accessible to s.r.l. (i.e. crowdfunding platforms, SMEs’ growth markets and now DLT market infrastructures), there is a real risk that, in the absence of a common framework, fragmentation and segmentation of discipline will produce a proliferation of special statutes susceptible to foster disorientation among investors.

SOMMARIO:

1. L’apertura al mercato delle s.r.l.: un complesso itinerario normativo. – 2. La “s.r.l. aperta” in contrapposizione alla “s.r.l. chiusa”: la scomparsa di un tratto identitario del tipo? – 3. Le s.r.l. aperte nel prisma della categoria delle società aperte che ricorrono al mercato. – 4. S.r.l. aperte e categorie di quote: la standardizzazione delle quote tra possibilità e necessità. – 5.1. I regimi alternativi di circolazione delle quote: l’emissione e la circolazione su registri DLT tra sperimentazione europea ed italiana. – 5.2. La circolazione digitale dei titoli di debito ai sensi del d.l. n. 25/2023. – 5.3. Cenni alla possibile digitalizzazione delle quote di partecipazione. – 6. La circolazione delle quote di s.r.l.-PMI in regime di dematerializzazione prevista nella legge “capitali”. – 7. Alla ricerca di un sistema dietro i diversi regimi alternativi di circolazione delle s.r.l. – 8. Uno sguardo al futuro: quale fisionomia per la s.r.l. come nuovo emittente digitale?

1. L’apertura al mercato delle s.r.l.: un complesso itinerario normativo.

Il processo di graduale avvicinamento delle s.r.l. ai mercati dei capitali, iniziato timidamente con la riforma del diritto societario del 2003¹, ha visto un’improvvisa accelerazione nell’ultimo decennio grazie alla progressiva estensione a tutte le s.r.l. di soluzioni inizialmente pensate per specifiche varianti del tipo societario. L’idea originaria di incentivare, attraverso nuovi canali di raccolta dei capitali, l’accesso al mercato di una particolare tipologia di imprese caratterizzate

¹ Ci si riferisce all’introduzione della possibilità per la s.r.l. di emettere titoli di debito destinati alla sottoscrizione di investitori professionali e quindi alla sollecitazione indiretta del pubblico risparmio mediata dall’intervento e dalla garanzia di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale (art. 2483 c.c. e v. ora le modifiche introdotte dalla legge recante “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, l. 5 marzo 2024, n. 21).

dall'innovatività del loro oggetto sociale ha infatti ceduto il passo ad un più ampio progetto rivolto a favorire *tout court* il finanziamento sul mercato delle piccole e medie imprese, senza specifico riguardo alla natura dell'attività svolta².

Sul piano del diritto societario le innovazioni hanno avuto un considerevole impatto sistematico, in quanto la possibilità, prima riservata alle sole *start-up* e PMI innovative in forma di s.r.l. e in un secondo momento estesa a tutte le s.r.l. piccole e medie imprese, di offrire al pubblico le quote anche attraverso i portali di *crowdfunding* ha rappresentato – di là dalla individuazione delle modalità e dell'intensità di siffatta “apertura” – una assoluta novità per un tipo societario tradizionalmente vocato ad iniziative imprenditoriali provenienti da un gruppo chiuso e ristretto di soci.

La chiusura al mercato e il posizionamento del tipo società a responsabilità limitata all'interno della classe delle società chiuse avevano infatti costituito, sino alla vigilia della stagione legislativa che ha preso avvio con il d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up* innovative, una vera e propria cifra distintiva della s.r.l. rispetto al tipo azionario³.

All'indomani della riforma del diritto delle società di capitali era infatti ancora possibile rintracciare all'interno del tipo della s.r.l. una serie di capisaldi invalica-

² In Italia, come è noto, la possibilità di reperire capitali di rischio – e successivamente anche capitali di debito – attraverso i portali di *crowdfunding* è stata dapprima introdotta per le *start-up* (d.l. n. 179/2012 conv. in l. n. 221/2012) e per le PMI innovative (d.l. n. 3/2015 conv. in l. n. 33/2015) e successivamente estesa a tutte le PMI (anche non innovative) con il d.l. n. 50/2017 (conv. in l. n. 96/2017). A livello europeo, il sostegno all'accesso ai mercati ed ai finanziamenti per le piccole e medie imprese è stato designato quale obiettivo della politica europea sin dalla Carta Europea per le Piccole Imprese ed è stato poi oggetto nel tempo di plurimi documenti di *soft law* europei e di testi normativi senza che tuttavia si possa rintracciare un saldo nesso di consequenzialità tra gli indirizzi d'intervento declinati dal legislatore europeo e la successione di riforme attuate in Italia.

³ Sulle origini del tipo della società a responsabilità limitata e sulla progressiva evoluzione del modello nella legislazione più recente, cfr. M. STELLA RICHTER jr, *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss., ove anche ampi riferimenti comparatistici. Nonostante la diffusa sottolineatura della duttilità del tipo, contrapposta alla minore versatilità del tipo azionario, la chiusura al mercato e la tendenziale ristrettezza della compagine sociale sono sempre state individuate come elementi distintivi della s.r.l. rispetto alla s.p.a. (v., per tutti, G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, Milano, Giuffrè, 1982, 4 ss.; G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata (artt. 2472-2497-bis)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1992, 12. Successivamente alla riforma del diritto societario v. P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 494; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, 1, Padova, Cedam, 2007, 16; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata. Introduzione*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da P. SCHLESINGER, I, Milano, Giuffrè, 2010, 116 ss.).

bili da parte dell'autonomia statutaria⁴. In particolare, sotto il profilo qui considerato, il carattere chiuso del modello si esprimeva a livello normativo attraverso il duplice divieto contenuto nell'art. 2468 c.c., che impediva, da un lato, la rappresentazione in forma cartolare delle quote e, dall'altro lato, la loro offerta al pubblico sotto forma di prodotti finanziari⁵.

In questo senso la deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote, introdotta dapprima con la disciplina di agevolazione dedicata alle imprese innovative e successivamente estesa alle s.r.l.-PMI, ha segnato l'indubbio affievolimento di uno dei principali elementi di distinzione tra i due tipi societari capitalistici, determinando l'esigenza di un ripensamento del confine tipologico tra s.p.a. ed s.r.l.⁶.

L'evoluzione normativa sembra aver trovato un punto di approdo nella legislazione più recente, la quale, pur senza sconfessare l'iniziale approccio volto a preservare almeno formalmente il divieto di appello al mercato di cui all'art. 2468 c.c., estende a tutte le s.r.l. – a prescindere da soglie e limiti dimensionali – la possibilità di offrire al pubblico le quote in deroga al divieto codicistico⁷.

La previsione speciale derogatoria è collocata, similmente a quanto avvenuto in precedenza con la legislazione in tema di *start-up* e PMI innovative, al di fuori

⁴ Così G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2023, 22 s.

⁵ Com'è noto, accanto al risalente divieto di emissione delle quote in forma di azioni, la riforma del 2003 aveva esplicitato il divieto per la s.r.l. di promuovere una sollecitazione all'investimento avente ad oggetto le proprie quote, divieto sostituito nel 2007 (art. 5 d.lgs. n. 51/2007) con quello di effettuare l'offerta al pubblico delle quote come prodotti finanziari. La previsione del duplice divieto non è infrequente a livello europeo, anche se molti Paesi non esplicitano il divieto di offerta al pubblico delle quote, limitandosi a prevedere il divieto di rappresentazione delle quote in titoli di credito oppure a precisare che le quote non possono essere considerate valori mobiliari (per una puntuale disamina del panorama comparatistico v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in questa *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia dell'Autore).

⁶ In questo senso v., *ex multis*, M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ri-costruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-P.M.I. aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1450 ss.; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alla s.r.l. P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 915 ss.; N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 524; A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, I, Milano, Giuffrè, 2020, 76 ss.; D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, III, Milano, Utet, 2022, 885 ss.

⁷ Cfr. l'attuale formulazione dell'art. 100-ter t.u.f., la quale, a seguito delle modifiche apportate con il d.lgs. n. 30/2023 (in attuazione del regolamento europeo 2020/1503/UE in tema di fornitori di servizi di *crowdfunding*), stabilisce che «in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503».

del codice civile e precisamente all'interno del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria, nel testo novellato dell'art. 100-ter t.u.f. che contiene la disciplina delle offerte al pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*.

Questa novella, pur in parte necessitata dall'esigenza di attuare la delega per il recepimento del regolamento europeo in tema di fornitori di servizi di *crowdfunding*⁸, ha una portata non limitata alle offerte di *crowdfunding*, in quanto l'estensione della possibilità di offerta al pubblico delle quote riguarda *anche* (non soltanto) i canali di raccolta rappresentati dalle piattaforme di *crowdfunding*⁹.

La generalizzazione della deroga alle s.r.l. *tout court* appare condivisibile, in quanto è difficile giustificare la riserva alle sole PMI dell'accesso alle piattaforme di *crowdfunding*, una volta preso atto che la disciplina ha perso l'originario carattere di normativa di agevolazione per le imprese con oggetto sociale innovativo¹⁰.

D'altra parte, precludere alle s.r.l. che superino le soglie di PMI la possibilità di offrire al pubblico le quote appare incoerente con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e medie imprese, in quanto finisce per imporre a queste ultime, qualora intendano proseguire la raccolta nei mercati dei capitali, il costo della trasformazione in società per azioni¹¹.

Nessun riferimento a limiti dimensionali è poi contenuto nel regolamento europeo sul *crowdfunding*, anche se dalla lettura dei considerando traspare la natura-

⁸ L'adeguamento della normativa interna al regolamento (UE) 7 ottobre 2020 n. 1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (d'ora in poi "regolamento europeo *crowdfunding*"), si è reso necessario in quanto la disciplina europea contiene requisiti uniformi per l'autorizzazione, l'organizzazione e il funzionamento delle piattaforme di *crowdfunding* al fine di agevolare la prestazione transfrontaliera dei servizi ed occorre pertanto eliminare le previsioni nazionali incompatibili con il regime europeo. In proposito sia consentito il rinvio a S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori dei servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 503 e cfr., altresì, P. SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al «pubblico» di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 32 ss.

⁹ Va ricordato peraltro che tale circostanza non costituisce una novità del d.lgs. n. 30/2023, in quanto anche prima della novella si riteneva che la deroga al divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote consentisse agli emittenti PMI in forma di s.r.l. di ricorrere a diverse modalità di offerta: «esclusivamente su un portale; esclusivamente mediante canali tradizionali; congiuntamente mediante ricorso ad entrambe le tecniche» (così, N. CIOCCA, A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI, Bologna, Zanichelli, 2020, 854). A seguito della novella del 2023 v., per la diversa proposta di un'interpretazione correttiva dell'art. 100-ter t.u.f. volta a restringere l'offerta al pubblico delle quote alle "sole" piattaforme di *crowdfunding*, P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in questa *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia dell'Autore).

¹⁰ Com'è noto, a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up innovative*, la relativa disciplina ha visto parzialmente esteso il suo ambito di applicazione a tutte le PMI ed in particolare alle PMI che adottano la forma di s.r.l.

¹¹ In questo senso v. anche F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f.: prime riflessioni*, in questa *Rivista*, 2023, 908.

le vocazione del *crowdfunding* a costituire «una forma di finanza alternativa per le *start-up* e per le piccole e medie imprese (PMI)» e in quest'ottica si comprende l'interesse del legislatore europeo a dettare regole uniformi per questo particolare canale di raccolta dei capitali nella cornice della *Capital Market Union*¹².

Nel definire il perimetro di applicazione del regolamento si è avuto riguardo non tanto alla *dimensione* o alla *forma* giuridica delle società emittenti, quanto piuttosto alla tipologia di *strumenti* suscettibili di essere offerti nelle piattaforme *on line*. In particolare, rispetto all'iniziale proposta di limitare l'offerta ai soli investimenti connessi a valori mobiliari, si è giunti nel testo definitivo ad accogliere la tesi più permissiva favorevole a consentire l'offerta anche di «altri strumenti» – diversi dai valori mobiliari – purché liberamente trasferibili sui mercati dei capitali¹³.

La s.r.l. costituisce il tipo societario adottato in misura largamente prevalente dalle imprese che accedono alle piattaforme di *crowdfunding* ed appare quindi in linea con la tipologia della realtà la scelta del legislatore domestico di focalizzare l'attenzione su tale modello per consentire alle imprese lo sfruttamento delle opportunità connesse all'accesso a tali canali alternativi di finanziamento¹⁴.

¹² Cfr. il primo considerando del regolamento europeo *crowdfunding*. Occorre ad ogni modo segnalare che le istituzioni europee hanno tardivamente integrato il *crowdfunding* nelle proprie politiche: esso, quale canale di finanziamento per le imprese di minori dimensione, ad esempio, non è contemplato né nello *Small Business Act* (COM(2008) 394 *final*), né nella comunicazione della Commissione (COM(2010) 2020) sulla strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La rimozione delle barriere giuridiche all'espansione transfrontaliera dell'*equity-based crowdfunding* è stata oggetto di un primo approccio solo nella comunicazione *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, COM(2014) 172 *final*. Cfr., al riguardo, A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1242.

¹³ Cfr., rispettivamente, l'11 considerando della proposta di regolamento del 27 marzo 2019 (7743/2019) e il 13 considerando del testo definitivo del regolamento approvato. Quest'ultimo individua tra gli altri «strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*», che possono formare oggetto di offerta sui portali, le «azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata». L'espresso riferimento alle *quote* scompare peraltro nell'art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento, nel quale vengono menzionate unicamente le «azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento» (enfasi aggiunte). Si ritiene tuttavia, pressoché unanimemente, che tale riferimento debba ritenersi comprensivo anche delle *quote* di società a responsabilità limitata, in quanto non avrebbe senso interpretare restrittivamente il riferimento alle «azioni», in evidente contrasto con la volontà del legislatore europeo di estendere la raccolta tramite le piattaforme di *crowdfunding* anche a strumenti diversi dai valori mobiliari. Per ulteriori considerazioni sia consentito il rinvio a S. CORSO, (nt. 8), 511 s. e cfr., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 899 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 42 ss.; E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *NDS*, 2023, 485.

¹⁴ Nella prassi applicativa, come dimostrano i dati raccolti dall'Osservatorio sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano, la gran parte delle imprese che promuovono campagne di raccolta nei portali *on line* sono *start-up* e PMI innovative, mentre risulta ancora contenuta, seppure in crescita, la percentuale di PMI (non innovative) che hanno utilizzato questo canale alternativo di raccolta dei

Viceversa, non del tutto in sintonia con la *policy* sottostante all'estensione a tutte le s.r.l. dell'offerta al pubblico delle quote, appare l'ultimo degli interventi legislativi che, nell'ottica del sostegno alla competitività dei mercati dei capitali, introduce la possibilità di sottoporre a regime di dematerializzazione le (sole) quote standardizzate di s.r.l.-PMI¹⁵.

A seguito di tale novità legislativa il regime alternativo di rappresentazione e di circolazione in forma scritturale delle quote viene riservato ad una platea di s.r.l. emittenti (*i.e.* le s.r.l. di piccola e media dimensione) che non coincide con la più ampia platea di s.r.l. legittimate a derogare al divieto di offerta al pubblico delle quote, ai sensi del novellato art. 100-ter t.u.f.

L'impressione è che la recente previsione in tema di dematerializzazione facoltativa delle quote, anticipata nel Libro verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022, meritasse un migliore coordinamento con la novella dell'art. 100-ter t.u.f., in quanto, sebbene la dematerializzazione non sia necessariamente collegata all'offerta al pubblico delle quote, è innegabile che essa agevoli la sottoscrizione e la successiva circolazione delle partecipazioni nei mercati dei capitali¹⁶.

È pertanto singolare che il legislatore abbia scelto di riservare tale regime alle sole s.r.l.-PMI, là dove è ormai estesa a *tutte* le s.r.l. non soltanto la possibilità di offrire al pubblico le quote, ma anche di optare, a richiesta del sottoscrittore, per il regime di circolazione "intermediata" di cui all'art. 100-ter, secondo comma, t.u.f., previsto come regime alternativo per la circolazione delle quote sottoscritte sui portali di *crowdfunding*¹⁷.

capitali. Cfr., al riguardo, l'ottavo Report italiano sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano (luglio 2023), dal quale risulta che le imprese protagoniste delle campagne di *crowdfunding* sono, in una percentuale pari al 62% del campione, *start-up* innovative (di cui ben 660 s.r.l. e solo 19 s.p.a.); 132 PMI innovative (pari al 12% del campione, di cui 118 s.r.l. e 13 s.p.a.); 194 PMI (18% del campione, tutte s.r.l. tranne 8 s.p.a.); 93 veicoli di investimento in *start-up* innovative, PMI innovative o altre PMI (8% del campione). La raccolta nelle piattaforme di *crowdfunding* continua pertanto ad essere tuttora appannaggio delle *start-up* e delle PMI innovative (che adottano in larghissima percentuale la forma di s.r.l.), anche se risulta significativamente cresciuta nell'ultimo anno la quota di PMI-s.r.l. (+12%).

¹⁵ Cfr. l'art. 3 della legge rubricata "Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti" (d'ora in poi, legge "capitali"), approvata definitivamente dal Senato il 27 febbraio 2024, che modifica l'art. 26 d.l. n. 179/2012 (conv. in l. n. 221/2012), introducendo i commi 2-bis, ter e quater, in tema di emissione in forma scritturale delle quote di s.r.l.-PMI «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti».

¹⁶ Cfr. il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, 32 e la relazione illustrativa agli esiti della consultazione promossa dal MEF (*ivi*, in particolare, alla p. 8 s.), da cui emerge che la dematerializzazione delle quote è percepita come un'opportunità per favorire l'accesso delle s.r.l. ai mercati dei capitali e per consentire la creazione di un mercato secondario delle quote.

¹⁷ Dagli esiti della consultazione sul Libro Verde del MEF, citato *supra*, 8 s., emerge come talu-

Allo stato vi sono quindi diversi regimi *opzionali* di circolazione delle quote alternativi rispetto al regime tradizionale di cui all'art. 2740 c.c., i quali trovano rispettivamente applicazione, l'uno (*i.e.* il regime di circolazione dematerializzata delle quote) nei confronti delle sole quote standardizzate di s.r.l.-PMI e l'altro (*i.e.* la circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter, t.u.f.) nei confronti delle quote di s.r.l. – standardizzate o no – previamente sottoscritte sulle piattaforme di *crowdfunding*.

Sembrerebbe invece scongiurato, almeno per il momento, il rischio di un ulteriore incremento della complessità del sistema derivante dall'introduzione di un terzo regime circolatorio basato sulla tecnologia a registri distribuiti (DLT), in quanto la Consob ha ritenuto di non esercitare la facoltà, attribuitale tramite la delega contenuta nel d.l. n. 25/2023 (decreto FinTech), di includere nel regime di sperimentazione relativo agli strumenti finanziari DLT le quote di società a responsabilità limitata¹⁸.

In questa prima fase gli emittenti in forma di s.r.l. potranno dunque sfruttare solo in parte le possibilità offerte dalle nuove tecnologie digitali, in quanto è consentita loro l'emissione in forma tokenizzata e la circolazione mediante tecnologia a registri distribuiti dei soli titoli di debito, mentre non è prevista la possibilità di “tokenizzare” e di far circolare su registri DLT le quote di partecipazione al capitale di rischio.

2. La “s.r.l. aperta” in contrapposizione alla “s.r.l. chiusa”: la scomparsa di un tratto identitario del tipo?

Il venir meno, nell'art. 100-ter t.u.f., del riferimento alla qualifica di PMI come condizione per l'accesso delle società a responsabilità limitata alle piattaforme di *crowdfunding* è soluzione che, per quanto non necessitata, si pone in linea con quanto previsto dal regolamento europeo sul *crowdfunding* e, più in generale, con gli obiettivi di sostegno alla crescita delle piccole e medie imprese che mirano a favorirne l'accesso ai mercati dei capitali e ai canali alternativi di finanziamento.

Infatti se, da un lato, il regolamento europeo non impone agli Stati membri di ammettere sui portali di *crowdfunding* le offerte relative a quote di «società private a responsabilità limitata», dall'altro lato esso non circoscrive l'accesso alle piattaforme ad una particolare tipologia di imprese, né tantomeno pone limiti dimensionali alle società offerenti, lasciando invece piena discrezionalità sul punto

ni partecipanti abbiano suggerito di adottare il regime di dematerializzazione delle quote *in sostituzione* del regime di circolazione intermediata previsto dall'art. 100-ter t.u.f. e ciò rivela la percezione dei due regimi come aventi un ambito di applicazione tendenzialmente coincidente (cfr. relazione illustrativa e *ivi*, in particolare, nota 23).

¹⁸ Sul punto si rinvia alle considerazioni che saranno svolte *infra* § 5.2.

ai legislatori nazionali, nella consapevolezza dell'esistenza di differenti discipline di diritto societario quanto alla raccolta sui mercati dei capitali da parte dei tipi corrispondenti alla società a responsabilità limitata.

Il panorama comparatistico è al riguardo piuttosto variegato, in quanto, nonostante siano state soprattutto le piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata a fare ricorso al *crowdfunding*, nella maggior parte dei Paesi che hanno disciplinato tale canale di raccolta, le s.r.l. sono sottoposte al divieto di offerta al pubblico delle quote ed è previsto altresì il divieto di rappresentazione delle partecipazioni in forma cartolare, con maggiori costi e difficoltà nel reperimento di risorse sui mercati dei capitali ¹⁹.

In questo senso la scelta del legislatore domestico di estendere la possibilità di offerta al pubblico delle quote a tutte le s.r.l. se, per un verso, appare legittima e trova conferma a livello comparatistico in analoghe scelte compiute da altri Paesi ²⁰, per altro verso, appare discutibile sul piano del metodo, in quanto l'inserimento all'interno del t.u.f. di una previsione così ampia in deroga al diritto comune della s.r.l. avrebbe richiesto un diverso coordinamento con la disciplina codicistica.

La disciplina derogatoria prevista nell'art. 100-ter t.u.f. si pone infatti in antinomia con il divieto di cui all'art. 2468 c.c. e l'antinomia risulta difficilmente risolvibile in via interpretativa, a meno di ritenere implicitamente abrogato il divieto codicistico per sopravvenuto venire meno del suo ambito di applicazione ²¹.

L'intervento avrebbe richiesto una riflessione più meditata riguardo al rapporto tra disciplina speciale e diritto comune della s.r.l., in quanto la prima, a dispetto del dichiarato carattere di regime "in deroga", assume un ambito di applicazione tendenzialmente generale e la sua specialità è difforme dalle caratteristiche del tipo societario, a differenza della specialità della disciplina delle s.p.a. quotate, la quale non si pone in contrasto con i tratti tipologici della società per azioni.

Tra i primi commentatori è stata avanzata la proposta, al fine di evitare possibili censure di incostituzionalità per eccesso di delega, di un'interpretazione orto-

¹⁹ V., al riguardo, l'ampia analisi comparatistica svolta da P. AGSTNER, (nt. 5). Con riferimento alla soluzione individuata nel Regno Unito per consentire alle *private companies* – sottoposte al divieto di offerta al pubblico delle *shares* – l'accesso alle piattaforme di *crowdfunding*, sia consentito il rinvio a S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 78 ss.

²⁰ Cfr., per maggiori dettagli, P. AGSTNER, (nt. 5), 10 ss. (consultato in bozze).

²¹ Cfr. le articolate riflessioni sul punto di F. BRIZZI, (nt. 11), 910 s. e *ivi*, in particolare, alla nota 41, il quale ritiene che interpretare la novella dell'art. 100-ter t.u.f. come comportante un'abrogazione implicita del divieto di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. esporrebbe il d.lgs. 30/2023 ad una censura di incostituzionalità per eccesso di delega. Secondo un'altra tesi (v. P. SPOLAORE, (nt. 9), 7, bozze), la deroga andrebbe interpretata come circoscritta all'offerta delle quote nelle sole piattaforme di *crowdfunding*, risultando invece tuttora precluso alle s.r.l. l'accesso ad altre sedi di negoziazione.

pedica dell'art. 100-ter t.u.f. volta a conservare al divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote il carattere di «connotato tipologico della s.r.l., sia pure di *default*» e alla previsione che lo contiene la valenza di «norma ad inderogabilità relativa»²².

Tuttavia, sembra innegabile che, anche là dove si mantenga al divieto *ex art.* 2468 c.c. il carattere di connotato tipologico “naturale” della s.r.l., sancito in una disposizione relativamente inderogabile, si sia ormai azzerata la capacità del divieto di fungere da tratto identitario ovvero da elemento realmente connotante la fisionomia della s.r.l.

In altri termini sembra definitivamente compiuto in relazione alla s.r.l. quel processo di destrutturazione del tipo avviato con la riforma organica del 2003 e proseguito con la legislazione dell'ultimo decennio²³, con la conseguente necessità di prendere atto dell'esistenza di un modello (ovvero di una forma societaria) “senza tipo”²⁴, la cui disciplina può essere articolata dall'autonomia privata intorno alle due varianti della s.r.l. “chiusa” oppure della s.r.l. “aperta”, muovendo dalla comune disciplina codicistica sulla quale si innestano le disposizioni speciali, per lo più a carattere dispositivo e facoltizzante²⁵.

Queste ultime andrebbero tuttavia, almeno in parte, ricondotte a sistema all'interno del codice civile e del t.u.f.²⁶, al fine di ricomporre un quadro normativo che risulta altrimenti fin troppo frammentato. Del resto, le cause della frammentazione e della conseguente disorganicità della disciplina sono da ricercare essenzial-

²² In questo senso v. F. BRIZZI, (nt. 11), 911 s.

²³ V. le riflessioni particolarmente meditate sul punto di G. ZANARONE, (nt. 4), 20 ss., ma il rilievo è diffuso in dottrina e cfr. infatti, *ex multis*, M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1179; M. SPERANZIN, *Piccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.; O. CAGNASSO, *La s.r.l.: un tipo societario “senza qualità”?*, in *NDS*, 2019, 1250 ss.; S. ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 530 ss.

²⁴ Anche prima dell'ultima novella dell'art. 100-ter t.u.f., si era espresso in termini di «forma senza tipo», A.D. SCANO, (nt. 6), 79 e cfr., inoltre, P. BENAZZO, *La s.r.l. start up innovativa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 128, secondo cui la s.r.l. sarebbe una mera «etichetta» svuotata di gran parte dei suoi profili identitari.

²⁵ Sulla necessità di abbandonare, in termini anche più generali, la rigida sistematica dei tipi societari in favore della diversa chiave di lettura del modello, anzi dei “modelli”, quali schemi flessibili di disciplina costituiti da norme in larga parte dispositive, v., sia pure con approdi non coincidenti, D. CORAPI, *Appunti sulla riforma del diritto delle società di capitali: dai “tipi” ai “modelli”*, in *Dir. econ.*, 2002, 872; P. SPADA, (nt. 3), 494 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, Utet, 90 s.; P. MONTALENTI, *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Id.*, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017, 61 ss.

²⁶ Per uno spunto in questo senso v., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 924 s.

mente nella tecnica legislativa, in quanto la produzione normativa in materia di s.r.l. ha fatto eccessivo ricorso, nell'ultimo decennio, alla decretazione d'urgenza e ad ampi rinvii alla normazione secondaria.

Evidenti, e diffusamente segnalati, sono i rischi che tale *modus procedendi* determina rispetto alla tenuta e alla coerenza complessiva del sistema²⁷, in quanto l'estemporaneità degli interventi e la moltiplicazione dei regimi speciali in deroga alla disciplina ordinaria, con contestuale creazione di varianti e sottotipi, rende sempre più complessa l'opera di ricostruzione della disciplina e impegna l'interprete nella faticosa risoluzione di antinomie e lacune, nel tentativo (non facile) di garantire il raccordo con il sistema.

Così, in particolare, potrebbero utilmente trovare spazio nel diritto comune della s.r.l., una volta depurate del riferimento al sottotipo "s.r.l.-PMI", le norme che consentono la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi – tuttora collocate nella legislazione speciale dedicata alle *start-up* innovative e successivamente estesa alle PMI – in quanto esse hanno, a ben vedere, una portata trasversale rispetto alle due varianti della s.r.l. chiusa e della s.r.l. aperta²⁸; né, d'altra parte, si pongono in contrasto con il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, ove si acceda all'opinione preferibile secondo cui esso non impedisce la standardizzazione delle quote, quanto piuttosto l'applicazione a queste ultime della disciplina cartolare²⁹.

Allo stesso modo la previsione relativa alla dematerializzazione facoltativa delle quote, inserita nel d.l. n. 179/2012 in tema di *start-up* innovative, potrebbe trovare più opportuna collocazione all'interno del t.u.f., che già contiene la disciplina relativa alla dematerializzazione delle azioni (artt. 83-*bis* ss.), la quale si applica ora alle quote di s.r.l.-PMI emesse in forma scritturale, in virtù dell'espresso rinvio contenuto nell'art. 26, comma 2-*ter*, d.l. n. 179/2012 in seguito alle modifiche apportate dalla l. n. 21/2024 (d'ora in avanti: legge "Capitali").

Anzi, l'estensione alle quote (previamente standardizzate) della disciplina della dematerializzazione pare confermare vieppiù la correttezza di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle stesse in forma cartolare, in quanto esso non ha sinora impedito né la standardizzazione, né l'assoggettamento delle quote al regime di circolazione in gestione accentrata³⁰.

²⁷ V., al riguardo, le considerazioni di G. ZANARONE, (nt. 4), 771 ss.

²⁸ Invero sono stati sottolineati in dottrina gli specifici vantaggi che la creazione di categorie di quote può offrire, non soltanto alle s.r.l. che intendono offrire le loro quote al pubblico, ma anche alle s.r.l.-PMI "chiuse". In questo senso v., in particolare, M. SPERANZIN, (nt. 23), 340 s.

²⁹ Cfr., nel senso della disapplicazione o, quantomeno, di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle quote in azioni, F. BRIZZI, (nt. 11), 921 e v. altresì G. SANTONI, *Le quote di partecipazione*, in AA.VV., *Le società a responsabilità limitata*, Torino, Giappichelli, 2022, 95 s.

³⁰ D'altra parte se, per un verso, non è scontata la possibilità di procedere alla dematerializzazione di qualcosa che non è un titolo (cfr., in passato, B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finan-*

Gli spazi per un intervento nel senso della razionalizzazione della disciplina esistente possono forse individuarsi *de iure condendo* nell'ambito della «delega per la riforma organica» del t.u.f. e delle «disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti», prevista nella legge Capitali, anche se non sfugge come i principi e i criteri direttivi della delega siano stati essenzialmente concepiti in funzione della revisione della disciplina delle società emittenti *azioni* quotate³¹.

3. Le s.r.l. aperte nel prisma della categoria delle società aperte che ricorrono al mercato.

All'esito del complesso itinerario normativo che qui si è cercato sommariamente di ripercorrere, la s.r.l. viene a caratterizzarsi come società sempre potenzialmente aperta al mercato, anche se le modalità e l'intensità di tale apertura, unitamente alla tipologia di *trading venues* alle quali può avere accesso, non paiono ancora assimilabili a quelle del tipo azionario.

La disciplina dedicata alla variante aperta della società a responsabilità limitata risulta tuttavia, come si è accennato, estremamente frammentata e articolata lungo una singolare intersezione tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati finanziari, secondo una parabola che ricorda per certi versi quella attraversata dalla società per azioni a seguito della scomposizione del tipo intorno alle due varianti della s.p.a. chiusa e delle s.p.a. aperte (*i.e.* quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante)³².

Senonché, mentre le s.p.a. aperte sono state assorbite nel codice civile sotto la

ziari, Milano, Giuffrè, 1999, 21 e *ivi* nota 1), per un altro verso va riconosciuto che, ove si intenda la dematerializzazione come fenomeno che comporta il necessario passaggio ad «un regime *intermediato* di esercizio e di circolazione di situazioni soggettive» (P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, Giappichelli, 2012, 136), essa sembra predicabile anche con riferimento alle quote di partecipazione in una società a responsabilità limitata, senza necessità di postulare la loro (pre)esistenza in forma cartolare.

³¹ Cfr. l'art. 19, secondo comma, legge «capitali». Eventuali modifiche alla disciplina delle s.r.l. – come emittenti di strumenti finanziari destinati al mercato – potrebbero trovare forse una copertura legislativa nel riferimento della delega alla necessità di «favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese».

³² Sulla necessità di pensare «alle società per azioni piuttosto che alla società per azioni» v. M. SCIUTO-P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, 1*, Torino, Utet, 2004, 85 s. e cfr., inoltre, sulla formazione della disciplina delle società quotate tra diritto societario speciale e disciplina dei mercati, R. COSTI, *La disciplina delle società con azioni quotate*, estratto da R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2018, 2 ss. e M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Bologna, Zanichelli, 2020, 2 ss.

nozione di «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio»³³ e risultano destinatarie di una disciplina in parte differenziata da quella della società per azioni chiusa, le s.r.l. aperte non trovano riconoscimento all'interno del codice, in quanto «vivono» per ora soltanto nella legislazione speciale.

Risulta pertanto difficile per l'interprete conciliare la sistematica del codice, tuttora incentrata su una s.r.l. chiusa contrapposta ad una s.p.a. potenzialmente aperta, con la disciplina speciale che consente alla s.r.l. l'offerta al pubblico e la dematerializzazione delle proprie quote.

Tali considerazioni inducono ad interrogarsi sul senso e sulla portata che assume oggi il riferimento alla s.r.l. come società aperta. L'espressione è infatti quanto mai diffusa in letteratura³⁴, ma non ha riferimenti nel diritto positivo, così come la più ampia categoria – anch'essa di elaborazione dottrinale – «società aperte», con la quale si allude, attraverso un'efficace semplificazione terminologica, ad una connessione della società con il mercato e alla necessità di uno statuto normativo *ad hoc*, distinto almeno in parte da quello applicabile alle «società chiuse»³⁵.

³³ Sulla progressiva attenuazione della specialità (della disciplina) della società quotata, ormai sempre più integrata nel diritto comune della società per azioni, v. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, V, 2, Padova, Cedam, 2004, 60 ss. e cfr., altresì, M. CERA, (nt. 32), 13 ss., nonché M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario. Mercati ed emittenti*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1232 ss. Nel codice civile v., oltre all'art. 2325-bis c.c., l'art. 2325-ter c.c. (introdotto con la legge «capitali»), che contiene la nuova nozione di società emittenti strumenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

³⁴ Sebbene l'uso dell'espressione «s.r.l. aperta» si sia diffuso soprattutto all'indomani dell'introduzione della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote (v., per tutti, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1208) non del tutto sconosciuto era l'uso della formula subito dopo la riforma del diritto societario del 2003, la quale ha sancito, com'è noto, un primo avvicinamento della s.r.l. ai mercati dei capitali. Ed anche prima della riforma del 2003, la formula «s.r.l. aperta» veniva talvolta evocata riguardo alla possibilità di articolare diversamente, in sede di autonomia statutaria, il regime di circolazione delle quote per agevolarne la mobilitazione e il disinvestimento. Così, P. PISCITELLO, *Il diritto di exit nelle s.r.l. «chiuse» tra «ius conditum» e prospettive di riforma*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, Il Mulino, 2002, 129 e v., nello stesso senso, l'uso dell'espressione «*Publikum Gesellschaft*» da parte della dottrina tedesca per alludere alla possibilità, da parte dei diversi tipi societari, di adottare una struttura aperta.

³⁵ Sul significato della locuzione «società aperte» nel rapporto con la fattispecie normativa delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2335-bis c.c. cfr., senza pretesa di completezza, P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *sub art. 2325-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 11; P. MONTALENTI, *sub art. 2325-bis*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da G. COTTINO, P. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2004, I, 3; F. D'ALESSANDRO, M. SCIUTO, P. SPADA, *sub art. 2325-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 16 s.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 545; M. SCIUTO, *sub art. 2325-bis*, in *Le società per azioni*, diretto

Tuttavia, non appena si tenti di attribuire all'espressione una valenza non soltanto descrittiva, ci si avvede che la locuzione "società aperte" è suscettibile di assumere una pluralità di significati a seconda della prospettiva assunta (ben potendosi, ad esempio, considerare l'apertura della società nei confronti del mercato primario e/o nei confronti del mercato secondario), risultando allora opportuno precisare le condizioni d'uso dell'espressione in relazione al contesto di riferimento.

D'altra parte, poiché l'apertura della società si misura in relazione al mercato, va altresì considerata la polisemia del concetto di mercato e l'assenza di una definizione univoca persino dell'espressione – all'apparenza più circoscritta – "mercato dei capitali", la quale non trova una definizione puntuale nella disciplina dei mercati finanziari contenuta, rispettivamente, nella direttiva MiFiD II e nel t.u.f.³⁶.

Questi ultimi individuano come categoria generale quella della sede di negoziazione, che comprende una pluralità di luoghi in cui convergono la domanda e l'offerta di strumenti finanziari secondo un «sistema di regole predefinito» e si articola, com'è noto, nelle tre fattispecie dei mercati regolamentati, dei sistemi multilaterali e dei sistemi organizzati di negoziazione³⁷. Accanto a tale categoria, già di per sé assai articolata, vi sono altre tipologie di ambienti di negoziazione che, pur non condividendo le stesse caratteristiche strutturali, sono tuttavia ad esse assimilabili sul piano funzionale³⁸.

da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Milano, Giuffrè, 2016, 138 s.; F. VELLA, *Le società aperte: oltre il t.u.f.? Per una discussione*, in AGE, 2019, 431 ss. Sul significato attribuibile all'espressione "società aperte" prima dell'introduzione dell'art. 2325-bis c.c., v. M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006, 3 s. e cfr. altresì, in relazione alla necessità di individuare per esse uno statuto differenziato, A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in Riv. soc., 1993, 28. Di recente v. M. MAUGERI, (nt. 33), 1258, il quale sottolinea la necessità di porre l'accento sulla peculiarità dei problemi delle società che fanno ricorso al mercato e sulla «specificità di soluzioni che l'ordinamento è chiamato ad allestire» e cfr. altresì E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte" tra codice civile e t.u.f.*, in Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti, Torino, Giappichelli, 2022, 479 ss. Ai fini che qui interessano l'espressione "società aperte" verrà impiegata per alludere, prima ancora che ad una fattispecie normativa, ad un campo problematico ovvero alle esigenze di società che, in ragione dell'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni, necessitano di specifica considerazione da parte dell'ordinamento.

³⁶ Secondo F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2023, 102, la nozione di "mercato dei capitali" è assai più ampia di quella dei mercati regolamentati e, in assenza di una definizione normativa, può essere desunta dalla prassi e dall'analisi economica e cfr., inoltre, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2023, 12, che identifica il mercato dei capitali con il luogo in cui «si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese».

³⁷ Sulla nozione di sede di negoziazione cfr., di recente, M. CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 33), 1126 s. e v. altresì la definizione di cui all'art. 5-octies, lett. c), t.u.f. che riprende quella dell'art. 24, par. 1, n. 24, direttiva MiFiD II.

³⁸ V. le precisazioni fornite dalla Commissione UE, *Question & Answers on MiFID Directive*

Pertanto, in una prima accezione ampia e se vi vuole ancora generica, l'espressione società aperte può essere utilizzata, in contrapposizione a società chiuse, per individuare società che abbiano effettuato, o anche soltanto programmato, l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni in uno o più mercati dei capitali, anch'essi intesi in senso ampio, ovvero non limitato ad una specifica sede o ambiente di negoziazione.

Ove poi ci si interroghi sulla disciplina applicabile alla società in ragione del ricorso al mercato occorre sciogliere l'alternativa tra potenziale apertura ovvero effettivo appello al pubblico risparmio, distinguendo tra società che hanno effettivamente promosso l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni e società che hanno in ipotesi programmato, ma non ancora effettuato, l'offerta sui mercati dei capitali.

L'esigenza di individuare uno statuto normativo differenziato per le società aperte si pone infatti anzitutto in relazione alle società che abbiano offerto le loro partecipazioni ad un pubblico tendenzialmente indeterminato di potenziali investitori³⁹, sebbene talune questioni specifiche possano sorgere anche per le società che abbiano destinato le quote al mercato tramite apposita delibera di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Anche così ricostruita la categoria delle società aperte si rivela piuttosto estesa e assai sfaccettata al suo interno, in quanto le modalità, l'intensità, i termini e l'ampiezza della connessione con il mercato restano indefiniti, salvo che nelle fattispecie che hanno ricevuto sino ad ora una consacrazione normativa ovvero, rispettivamente, le società per azioni quotate nei mercati regolamentati e le s.p.a.

2004/39/EC e cfr., da ultimo, nel senso della necessità di interpretare in termini ampi la nozione di mercato dei capitali al fine di ricomprendervi anche i nuovi mercati digitali in cui sono scambiati i *crypto-assets*, il documento dell'ESMA, *Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, 29 gennaio 2024, § 34, p. 11). Con l'espressione mercato dei capitali può alludersi pertanto ad un luogo di scambio di prodotti finanziari più ampio rispetto alle sedi di negoziazione in senso stretto e v. *infra* nota 43.

³⁹ In relazione alle società per azioni quotate cfr., nel senso della necessità del collegamento dello statuto speciale al "fatto" dell'ammissione delle azioni alla quotazione, P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 218 s. In relazione alle s.r.l. ritiene necessaria, ai fini dell'applicazione dello statuto differenziato, l'effettiva promozione dell'offerta al pubblico delle quote, O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 105. Secondo P. BENAZZO, (nt. 6), 1461, invece, l'apertura al mercato si apprezza già nel momento in cui la società decide di conformare l'assetto partecipativo in funzione della destinazione delle quote al mercato, anche a prescindere dall'effettiva sollecitazione all'investimento e cfr., altresì, su posizione non dissimile, R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 519 s. Da ultimo cfr., infine, F. BRIZZI, (nt. 11), 912 s., che attribuisce rilievo alla destinazione al mercato delle quote avvenuta con apposita delibera di aumento di capitale e subordina l'efficacia di eventuali clausole statutarie in deroga al diritto comune delle s.r.l. all'effettiva realizzazione dell'offerta al pubblico.

con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, accomunate nel codice sotto la più ampia nozione di cui all'art. 2325-*bis* c.c.

Quest'ultima nozione – quale immediato referente positivo delle società aperte – ha suscitato tuttavia un'insoddisfazione diffusa, in quanto ritenuta obsoleta e non più al passo con le novità nel frattempo intervenute nel diritto e nella prassi dei mercati finanziari⁴⁰. Essa non tiene conto infatti del sensibile ampliamento delle *trading venues* e della progressiva estensione della categoria degli strumenti finanziari negoziati nei mercati e non è un caso che, con la recente legge “Capitali”, il legislatore abbia sentito l'esigenza di ridimensionare, sia pure in parte, la rilevanza normativa della fattispecie, novellando altresì la definizione di società emittenti strumenti finanziari diffusi⁴¹.

Pertanto, quando si discorre della s.r.l. come società aperta, non si può prescindere dal considerare l'evoluzione della nozione di società per azioni che ricorrono al mercato del capitale di rischio e neppure dalla consapevolezza di trovarsi di fronte ad una categoria quanto mai eterogenea e articolata.

L'eventuale riconduzione ad essa della s.r.l. non ha, d'altra parte, una valenza meramente descrittiva o classificatoria, in quanto è funzionale all'individuazione di una disciplina almeno in parte comune, in ragione del riscontro di analoghe esigenze. Il ricorso al mercato rende infatti quanto mai opportuni alcuni adegua-

⁴⁰ In questo senso v. F. VELLA, (nt. 35), 431 e cfr., altresì, E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e t.u.f.*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2022, 869; F. ANNUNZIATA, *Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*, in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. VENTORUZZO, Torino, Giappichelli, 2023, 49 s. In particolare, riguardo alla fattispecie delle società con titoli diffusi, sono state avanzate perplessità in ragione di una certa vaghezza dei parametri – specialmente “qualitativi” – lasciati alla definizione in sede regolamentare da parte della Consob e si è evidenziato (G. PRESTI, *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 27) come tali emittenti rappresentino un sottoinsieme di società aperte assai esiguo, sicché la relativa fattispecie risulterebbe poco utile nella prospettiva della riduzione dello scalino normativo tra le società per azioni base aspiranti alla quotazione e le s.p.a. quotate (per ulteriori rilievi critici, cfr. M. SCIUTO, *sub art. 2325-bis*, (nt. 35), 145 ss.). La nozione è stata oggetto, com'è noto, di un recente intervento di *restyling* ad opera della legge “capitali”, che introduce, come anticipato, il nuovo art. 2325-*ter* c.c. contenente la definizione di «società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante», nella quale scompare ogni riferimento alla dimensione qualitativa per l'apprezzamento della diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari e viene eliminato altresì il rinvio *per relationem* alla disciplina regolamentare della Consob.

⁴¹ Ciò è avvenuto, in particolare, attraverso la riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi contenuta nell'art. 4, legge “capitali”. La norma, oltre a riscrivere la nozione degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sopprime in alcuni casi il riferimento alle «società che ricorrono al mercato del capitale di rischio» sostituendolo con quello più circoscritto alle società «con azioni quotate in mercati regolamentati (v. testo novellato dell'art. 2391-*bis*, primo comma, c.c.) oppure vi affianca il riferimento alle «società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione» (v. la modifica all'art. 2341-*ter*, primo comma, c.c.).

menti alla disciplina codicistica della s.r.l., la quale è tuttora costruita sul diverso modello di una società chiusa a compagine sociale ristretta.

Sinora l'opinione prevalente è stata nel senso che l'apertura al mercato consentita alle s.r.l. (PMI) non sia tale giustificare la loro assimilazione alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2325-*bis* c.c. e che pertanto non sia fondata l'estensione analogica alle s.r.l. che offrono le proprie quote sui portali di *crowdfunding* dell'intera disciplina dettata per le s.p.a. quotate o per quelle con azioni diffuse tra il pubblico⁴².

Gli interventi legislativi dell'ultimo decennio hanno in effetti schiuso per la s.r.l. forme inedite di apertura al mercato, sia per le sedi in cui è stata consentita l'offerta al pubblico delle quote⁴³, sia per il tipo di strumenti offerti sul mercato, poiché le quote – cui è preclusa la forma cartolare – non possiedono una forma intrinsecamente idonea alla negoziazione sui mercati dei capitali.

La questione è destinata tuttavia a riproporsi in termini diversi in seguito alle novità legislative più recenti, che avvicinano ulteriormente le s.r.l. – senza più vincoli dimensionali – ai mercati dei capitali, con potenziale apertura anche verso

⁴² In questo senso v., da ultimo, E. GINEVRA, (nt. 40), 888 ss. e cfr., in precedenza, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 103; E. PEDERZINI-F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 289 e sia consentito inoltre il rinvio a S. CORSO, (nt. 19), 98. Per la diversa proposta di estendere analogicamente alle s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* alcune previsioni che regolano gli OICR chiusi, v. P. SPOLAORE, (nt. 8), 103 ss.

⁴³ Le piattaforme di *crowdfunding* sono molto diverse non soltanto dalle tradizionali sedi di negoziazione, ma anche dalle sedi "alternative" (quali, sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione), in quanto esse non consentono l'abbinamento automatico degli interessi di acquisto e di vendita sulla base di un sistema di regole prestabilito e non assicurano alle quote un mercato secondario nel quale i sottoscrittori possano mobilitare il loro investimento. Essi difettano pertanto di alcuni dei requisiti tipici delle sedi di negoziazione (v., al riguardo, il parere dell'ESMA, *Opinion on Investment-based crowdfunding*, 18 dicembre 2014, 18). In questo senso v. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 168; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 543 s.; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. PMI tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, in *Le società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, a cura di M. IRRERA, Torino, Giappichelli, 2020, 181 s.; D. DE FILIPPIS, (nt. 6), 916, 923. Le piattaforme potrebbero tuttavia rientrare in un'accezione ampia di mercato dei capitali, inteso quale spazio tecnico operativo nel quale si incontrano la domanda e l'offerta di strumenti finanziari. Nel senso che esse rappresentino «il germe di un mercato», v. M. CERA, G. PRESTI, *Il Testo Unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 38), I, 25 e v., altresì, per la proposta di includerle in una nozione ampia di mercato dei capitali, M. DE MARI, *Equity crowdfunding. PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *Mercati e finanza*, editoriale 2019, reperibile in <https://www.dirittobancario.it>. Nella letteratura straniera v. C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Law*, in 10 *Columbia Bus. Law Rev.*, 105, 2012, 51.

sedi più strutturate di negoziazione, quali i mercati di crescita per le piccole e medie imprese⁴⁴.

Occorre infatti considerare, oltre alla generalizzazione della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote (di per sé non limitata alle sole piattaforme di *crowdfunding*), la previsione introdotta dalla legge “Capitali” di un regime facoltativo di dematerializzazione delle quote riservato, per il momento, alle s.r.l.-PMI che abbiano emesso quote standardizzate.

Inoltre vi è la previsione di un regime di sperimentazione a livello europeo e nazionale per infrastrutture di mercato DLT, con possibilità per le s.r.l. di emettere in forma tokenizzata e di negoziare titoli di debito tramite la tecnologia a registri distribuiti.

Alla luce di questi ultimi interventi si schiude la possibilità, non più soltanto teorica⁴⁵, per la s.r.l. di accedere – grazie alla dematerializzazione delle quote – a

⁴⁴ In senso critico rispetto alla possibile ammissione delle quote di s.r.l. alla negoziazione nei mercati di crescita per le piccole e medie imprese, v. P. SPOLAORE, (nt. 9), 20 (bozze), il quale ritiene che la compresenza nella medesima sede di negoziazione di quote di s.r.l. e di azioni di s.p.a. «equivarrebbe a consentire lo scambio di beni finanziari tra loro non omogenei e non fungibili» con il rischio di innescare «meccanismi di *market for lemons*». L'obiezione coglie una delle caratteristiche dei mercati di crescita, in quanto l'eterogeneità degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in tale sistema multilaterale deriva dalla circostanza che esso non è riservato in via esclusiva ad emittenti PMI (questi ultimi possono infatti rappresentare solo il 50% del complesso degli emittenti). Nulla impedisce pertanto che il maggior volume degli scambi sia costituito da strumenti finanziari emessi da grandi emittenti (cfr., al riguardo, le osservazioni di M. CIAN, (nt. 37), 1136 s.). La compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e di strumenti finanziari con differenti livelli di complessità è pertanto ammessa dal sistema e si riflette anche nell'organizzazione interna del mercato, con la previsione di un segmento professionale, accessibile solo ad investitori professionali e di un segmento aperto invece agli investitori al dettaglio (v. regolamento Euronext Growth Milan 2023, 3 s.). D'altra parte, gli emittenti che accedono a tali mercati, indipendentemente dalla dimensione e dalla forma societaria, devono soggiacere alle medesime regole in punto di accesso e di permanenza sul mercato, compresi i requisiti aggiuntivi individuati dal regolamento di mercato, che impongono determinati obblighi in tema di governo societario, nonché in tema di informazione societaria e di informazione finanziaria periodica (cfr., in particolare, §§ 6 *bis*, 12 e 18 ss. del regolamento Euronext Growth Milan). Tali requisiti dovrebbero garantire un adeguato assetto di *governance* e un sufficiente livello di trasparenza e di informazione per gli investitori, minimizzando il rischio di fenomeni di selezione avversa.

⁴⁵ Sino ad ora l'accesso ai mercati di crescita specializzati in emittenti piccoli e medi è stato sostanzialmente precluso alle PMI in forma di s.r.l. (nonostante il tipo sia largamente prevalente tra le piccole e medie imprese). Ciò dipende dai requisiti stringenti fissati, non già dalla disciplina MiFiD II (che pone una soglia di capitalizzazione di borsa inferiore a 200.000 euro), quanto piuttosto dal regolamento del mercato “Euronext Growth” che fissa un flottante minimo pari al 10% del capitale e richiede, per gli «strumenti finanziari diversi dalle azioni», che sia assicurato un «mercato normale e regolare». Sul requisito del flottante minimo si è registrato, di recente, un parziale alleggerimento, in quanto, a seguito di una modifica apportata al regolamento nel novembre 2023, tale requisito può essere integrato anche tramite la sottoscrizione di una quota pari al 7,5% da parte di almeno 5 investitori istituzionali, mentre il restante 2,5% può essere sottoscritto da parte di «investitori che non siano parti correlate o dipendenti della società o del gruppo e anche non aventi natura istituzionale» (cfr. art. 6 reg. Euronext Growth Milan, agg. 2023).

sedi di negoziazione alternative (*i.e.* i mercati di crescita), nonché, in seguito alla tokenizzazione dei titoli di debito, alle infrastrutture di mercato DLT, nelle quali è possibile collocare e scambiare, mediante la tecnologia a registro distribuito, strumenti finanziari rappresentati in *assets* digitali⁴⁶.

L'interrogativo sul significato e sulla portata dell'espressione s.r.l. aperta merita pertanto di essere riproposto, in quanto l'interazione delle s.r.l. con i mercati dei capitali sarà con ogni probabilità più strutturata e intensa in futuro, con prevedibile incremento dell'operatività sui mercati secondari, grazie ai nuovi regimi di circolazione – dematerializzata e intermediata – delle quote che contribuiranno ad incentivarne la liquidità.

Peraltro, alla luce delle trasformazioni profonde che stanno attraversando i mercati dei capitali con lo sviluppo delle tecnologie digitali e con l'ampliamento della tipologia di strumenti finanziari suscettibili di negoziazione, l'interrogativo andrebbe forse riformulato in termini più ampi, in quanto l'impressione è che sia la stessa categoria delle società aperte a necessitare una rimodulazione in funzione di tipologie di emittenti sempre più diversificate in termini di mercati, di livelli di diffusione al pubblico e di liquidità dei loro strumenti⁴⁷.

In passato si sono espressi in senso favorevole rispetto all'ammissibilità delle quote di s.r.l.-PMI alla quotazione nei mercati di crescita, P. BENAZZO, (nt. 6), 1459; M. CIAN, *Dalla S.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante S.r.l.?*, in *Studium iuris*, 2019, 1425, sia pure rilevando che tale possibilità «non è allo stato resa esplicita da alcuna norma» e v. inoltre E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss., sul presupposto della riconducibilità delle quote alla categoria dei valori mobiliari. In senso favorevole v., altresì, C. RINALDO, *La multiformalità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1528; N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 858 ss., con soluzioni articolate in relazione alla qualifica della s.r.l. emittente (se *start-up* innovativa, PMI innovativa o PMI) ed agli strumenti ammissibili a negoziazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione; S. CORSO, (nt. 19), 37 ss.; V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 6), 284; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il Testo Unico finanziario*, (nt. 33), I, 85 s. In termini dubitativi, v. D. DE FILIPPIS, (nt. 6), 915 s. Si sono pronunciati variamente nel senso dell'inconfigurabilità di un mercato secondario di partecipazioni di s.r.l.: N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2020, 86 ss.; M. DE MARI, (nt. 43), 2 s.; M. SCIUTO, (nt. 43), 544. In senso tendenzialmente contrario, P. SPOLAORE, (nt. 8), 69 ss., ma con un'apertura rispetto alle quote sottoscritte nei portali di *crowdfunding* e soggette al regime di circolazione intermediata di cui all'art. 100-ter t.u.f. e v., infine, le forti perplessità di E. GINEVRA, (nt. 40), 891. In seguito alla novella dell'art. 100-ter t.u.f. v., nel senso della possibile ammissione delle quote di s.r.l. ai mercati di crescita, F. BRIZZI, (nt. 11), 925, il quale conferma l'opinione precedentemente espressa in ID., (nt. 42), 110, desumendo ulteriori argomenti dalla previsione relativa alla dematerializzazione delle quote.

⁴⁶ Per considerazioni più approfondite sul punto, v. *infra* §§ 5.1 e 5.2.

⁴⁷ In una direzione per certi versi analoga sembra muoversi il legislatore del t.u.f. che, sulla spinta di quello europeo, ha dato vita ad un micro-sistema normativo dedicato agli emittenti di piccola e media dimensione, con l'obiettivo di alleggerire gli oneri richiesti per l'accesso a sedi di negozia-

4. *S.r.l. aperte e categorie di quote: la standardizzazione delle quote tra possibilità e necessità.*

Come accennato, la s.r.l. ha assunto, nell'ultimo decennio, una fisionomia molto diversa da quella che aveva all'indomani della riforma del diritto societario e gli interventi più recenti hanno ulteriormente accentuato il processo di destrutturazione del tipo, rendendo sempre più problematico il raccordo tra la disciplina codicistica e la legislazione speciale.

L'assenza di coordinamento riscontrabile negli ultimi interventi normativi rischia di approfondire, in relazione alla variante "aperta", lo iato tra fattispecie e disciplina, in quanto la scelta del legislatore di ampliare la platea di s.r.l. legittimate ad offrire al pubblico le quote, senza più riferimento a soglie dimensionali, non trova nella disciplina soluzioni funzionali alle esigenze di una società che si apre all'ingresso nella compagine sociale di una pluralità di soci investitori.

L'inadeguatezza della disciplina della s.r.l. sul piano degli assetti di *governance* di una società che si apre al mercato è stata diffusamente rilevata e non mette conto qui soffermarsi sul punto⁴⁸, in quanto le modifiche più recenti hanno scalfito solo in parte il problema, mediante il rafforzamento dell'assetto dei controlli, ma senza riguardo specifico al "fatto" del ricorso della società al mercato⁴⁹.

zione (quali mercati di crescita) appositamente concepite per emittenti piccoli e medi. Tuttavia, la nozione di "emittenti PMI" (di cui all'art. 1, primo comma, lett. *w-quater* t.u.f., di recente modificata dalla legge "capitali") comprende, allo stato, soltanto imprese emittenti *azioni* quotate con capitalizzazione di borsa inferiore a 1 miliardo di euro e pertanto non include esplicitamente le PMI in forma di società a responsabilità limitata. Si esprime nel senso della necessità di operare una revisione della categoria delle società aperte, F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 52 ss. e cfr., altresì, G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 204 ss., che propone una graduazione della disciplina degli emittenti in funzione, oltre che della loro dimensione, della liquidità e dell'effettiva diffusione sul mercato dei relativi strumenti finanziari.

⁴⁸ Cfr., *ex multis*, P. BENAZZO, (nt. 6), 1449 ss.; O. CAGNASSO, (nt. 6), 918 ss.; M. CIAN, (nt. 6) 822 ss.; G. ZANARONE, *Quale modello legale per la nuova s.r.l.?*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, (nt. 40), 76; A. CETRA, *Le S.R.L.-PMI: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 816 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 183 ss.; F. BRIZZI, (nt. 42), 244 ss. e cfr., altresì, i contributi pubblicati nel volume a cura di E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI, *La governance della società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2022.

⁴⁹ Come è noto, le modifiche al diritto societario apportate dal nuovo Codice della crisi d'impresa hanno recuperato alla s.r.l. alcuni presidi in tema di controlli, i quali si attivano però al superamento di determinate soglie dimensionali e dunque a prescindere dal ricorso della società al mercato. Cfr. art. 2477, commi secondo e quinto c.c., come modificati dal d.lgs. n. 14/2019 e v. al riguardo le considerazioni di N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi: un rebus aperto?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, (nt. 43), 867. Viceversa, l'introduzione del dovere di istituire assetti organizzativi adeguati alla dimensione e alla natura dell'attività (v. art. 2086 c.c., ri-

In proposito può segnalarsi come, nell'indicata prospettiva dell'accesso della s.r.l. ad ambienti di negoziazione più strutturati, quali i mercati di crescita, l'adeguamento della *governance* interna si renderà necessario, in quanto il rispetto da parte dell'emittente di determinati obblighi in tema di governo societario è richiesto come requisito di ammissione dal relativo regolamento di mercato e la società sarà tenuta pertanto a sopportare i corrispondenti costi di adeguamento⁵⁰.

Sul piano dei regimi di emissione e circolazione delle quote si è già accennato alla mancanza di coordinamento tra il nuovo testo dell'art. 100-ter t.u.f. e l'art. 3 della legge "capitali" che introduce la dematerializzazione facoltativa con esclusivo riguardo alle quote standardizzate di s.r.l.-PMI, ossia «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti» (ai sensi dell'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012), così eleggendo espressamente la standardizzazione delle partecipazioni a presupposto della dematerializzazione⁵¹.

Alle s.r.l. "piccole e medie imprese" è infatti tuttora riservata la possibilità di creare categorie di quote fornite di diritti diversi, stante la perdurante vigenza del d.l. n. 179/2012 che consente alle s.r.l.-PMI la categorizzazione/standardizzazione delle quote, in deroga alla disciplina codicistica. Ne risulta la singolare situazione per cui la s.r.l., intanto può avvalersi della possibilità di creare categorie di quote e di assoggettarle alla disciplina della dematerializzazione, in quanto si mantenga entro le soglie dimensionali di piccola e media impresa, là dove tale possibilità sarebbe invece preclusa alle s.r.l. che superano i valori soglia e perciò perdono la qualifica di PMI⁵².

chiamato per la s.r.l. dall'art. 2475, primo comma, c.c.) sembra schiudere lo spazio per una conformazione degli assetti che tenga conto dell'apertura della società al mercato del capitale di rischio.

⁵⁰ Cfr., in proposito, il regolamento Euronext Growth Milan, 2023, § 6.bis, il quale impone, tra le condizioni di ammissione al mercato, la nomina da parte dell'emittente di almeno un amministratore indipendente (con necessità di monitorarne annualmente l'indipendenza) e di un «soggetto professionalmente qualificato (*investor relations manager*) che abbia come incarico specifico (non necessariamente esclusivo) la gestione dei rapporti con gli investitori».

⁵¹ In questo senso v. M. CIAN, *La dematerializzazione degli strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 647.

⁵² Al riguardo potrebbe ripresentarsi la questione, che si era già posta in passato in relazione al passaggio da *start-up* a PMI innovativa (sulla quale v. G. ZANARONE, (nt. 4), 553), circa la ultrattività delle clausole relative alle categorie di quote già sottoscritte (sul punto si veda anche *infra*, sub nt. 119 e testo corrispondente). Ci si può infatti domandare se la s.r.l.-PMI che abbia emesso quote standardizzate, eventualmente assoggettandole al regime di circolazione in forma scritturale, possa – una volta diventata "grande" – mantenerle o emetterne di nuove in vista di un aumento di capitale da collocare sul mercato. Appare preferibile adottare al riguardo un'interpretazione funzionale volta a consentire alla s.r.l. "non più PMI" non soltanto il mantenimento, ma anche l'emissione di nuove quote nell'ambito delle categorie già esistenti e, in ipotesi, la creazione di nuove categorie al fine di promuovere un nuovo *round* di finanziamento sul mercato dei capitali (argomentando dalla tesi più liberale secondo cui la possibilità di creare categorie di quote non sarebbe preclusa alla s.r.l. ordinaria dal divieto di rappresentazione delle quote in azioni di cui all'art. 2468 c.c.).

La serializzazione e la dematerializzazione delle quote presentano specifici vantaggi in vista della loro offerta al pubblico e della successiva circolazione nei mercati dei capitali⁵³, sicché la relativa disciplina dovrebbe formare parte integrante dello statuto normativo di una s.r.l. che intenda aprirsi al mercato dei capitali.

Anche i dati empirici raccolti nell'ultimo Report sul *CrowdInvesting* confermano che nella prassi prevalgono le offerte aventi ad oggetto categorie di quote standardizzate con diritti differenziati, spesso graduati in funzione della diversa entità dell'investimento in sede di sottoscrizione al fine di intercettare le preferenze di diverse tipologie di investitori⁵⁴. Si tratta pertanto di una tecnica di conformazione degli assetti partecipativi che risulta particolarmente utile nella prospettiva del reperimento di finanza esterna da parte di una s.r.l., anche come alternativa al meccanismo dei diritti particolari del socio di cui all'art. 2468, commi terzo e quarto, c.c.

La creazione di categorie di quote non presuppone però la loro standardizzazione in unità minime e indivisibili⁵⁵, in quanto, come è stato messo in luce, è possibile creare categorie di quote dotate di diritti diversi da quelli spettanti alle altre partecipazioni, senza che occorra necessariamente stabilire altresì l'identità della loro misura⁵⁶.

⁵³ Benché la standardizzazione delle quote in unità omogenee non sia di per sé sufficiente ad assicurarne la negoziabilità, essa costituisce, nella prassi operativa, un passo prodromico alla loro diffusione nel mercato (v. P. BENAZZO, (nt. 6), 1461 e, d'altra parte, la «riconoscibilità del valore in una categoria» rappresenta una delle caratteristiche proprie della nozione di valore mobiliare, una sorta di «pre-condizione» per la sua negoziabilità nei mercati dei capitali (così, M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 580). Secondo F. BRIZZI, (nt. 11), 921 ss., alle s.r.l. aperte dovrebbe essere consentita la standardizzazione dell'intera struttura partecipativa, onde realizzare «una vera e propria s.r.l. per azioni».

⁵⁴ Cfr. l'ultimo Report sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano (luglio 2023), 24, dal quale risulta che il 64% delle quote offerte sui portali appartengono a differenti categorie, con diritti di voto sterilizzati oppure no a seconda della soglia di investimento. Negli ultimi dodici mesi è aumentata sensibilmente la percentuale di offerte che hanno ad oggetto quote senza diritti di voto (23%), mentre risulta in calo la prassi di offrire partecipazioni ordinarie. Un'altra indagine condotta in relazione ad una delle più grandi piattaforme di *equity-crowdfunding* ("Crowdcube") dimostra infine che nelle offerte aventi ad oggetto diverse classi di *shares* (c.d. "*dual-class offerings*") le preferenze degli investitori *retail* sono tendenzialmente indirizzate verso *shares* prive dei diritti di voto, mentre gli investitori professionali preferiscono sottoscrivere partecipazioni dotate di diritti di *voice*. Cfr. D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, *Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding*, in *Research Policy* 48, (2019) 14, reperibile in www.elsevier.com

⁵⁵ Così, M. CIAN, (nt. 6), 831 e cfr., altresì, M. SCIUTO, (nt. 43), 556 ss. In tal modo si mantiene, pur istituendosi un collegamento oggettivo tra diritti e quota, l'unitarietà della partecipazione del socio, salva la possibilità per quest'ultimo di essere titolare di più quote appartenenti a diverse categorie.

⁵⁶ Cfr. la massima n. 171, "*Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMF*", del Consiglio Notarile di Milano, che individua, accanto alle categorie di quote "in senso stretto" standardizzate (caratterizza-

La standardizzazione oggettiva delle quote non è una conseguenza necessitata dell'articolazione in categorie, ma rappresenta una tecnica ulteriore di cui la s.r.l. può avvalersi per facilitare il loro collocamento e la successiva circolazione presso il pubblico degli investitori, in ragione dei vantaggi che la parcellizzazione dell'investimento in unità minime omogenee assume in relazione al disinvestimento (anche parziale) del socio. Essa diviene invece una necessità, qualora si intenda accedere al regime (facoltativo) di dematerializzazione delle quote, che ne impone la fungibilità in ragione delle esigenze tecniche connesse al sistema di gestione accentrata⁵⁷.

Tuttavia, la società a responsabilità limitata che decide di promuovere l'offerta al pubblico delle quote potrebbe in ipotesi prescindere dalla loro previa standardizzazione e suddivisione in categorie, in quanto le condizioni di accesso al mercato variano in funzione dell'ambiente di negoziazione prescelto.

Così, ad esempio, al fine dell'ammissione delle quote alla negoziazione nelle piattaforme di *equity-crowdfunding*, il regolamento europeo si limita a richiedere che gli strumenti offerti siano liberamente trasferibili nei mercati dei capitali, ovvero che non siano soggetti a «restrizioni che di fatto che impedirebbero il trasferimento»⁵⁸.

Soltanto l'accesso a determinate sedi di negoziazione impone la standardizzazione e, talvolta, la dematerializzazione delle partecipazioni, come accade nell'ipotesi dei mercati di crescita, per i quali il relativo regolamento di mercato richiede che gli strumenti finanziari siano «liberamente negoziabili» e «sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati»⁵⁹.

Al fine di integrare il requisito della negoziabilità non è peraltro indispensabile la cartolarizzazione dello strumento finanziario, essendo sufficiente una forma idonea allo scambio sul mercato dei capitali⁶⁰ ed in questo senso deve ritenersi che

te dall'uguaglianza sia della misura delle quote che dei diritti diversi attribuiti), le categorie di quote "non standardizzate" connotate soltanto dall'uguaglianza dei diritti che attribuiscono ai loro titolari, ma di diversa misura e ammontare.

⁵⁷ Cfr., per tutti, M. CIAN, (nt. 51), 647, secondo cui la dematerializzazione realizza «il massimo grado di fungibilità tra gli strumenti finanziari, suscettibili di essere movimentati per flussi determinati solo quantitativamente» e pertanto presuppone la scomposizione delle situazioni giuridiche soggettive in unità standardizzate ed omogenee di un'unitaria operazione di investimento o di finanziamento.

⁵⁸ Cfr. il considerando n. 13 e l'art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento europeo *crowdfunding*. Sulla distinzione, quanto all'interpretazione del requisito della negoziabilità degli strumenti finanziari, tra mercati regolamentati e sedi alternative di negoziazione, v. A. DENTAMARO, *Azioni, quote di s.r.l.-PMI e loro negoziabilità nei mercati dei capitali e nelle sedi di negoziazione*, in *Giust. civ.*, 2022, 836 s.

⁵⁹ Cfr. il regolamento del mercato Euronext Growth Milan, 2023, § 32, 19. Sui requisiti necessari per l'accesso e per la permanenza sui mercati di crescita cfr., di recente, F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 808 ss.

⁶⁰ Come è noto, il requisito della "negoziabilità" nei mercati dei capitali non è puntualmente de-

il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, di cui all'art. 2468 c.c., non rappresenti un vero ostacolo alla riconduzione della quota alla nozione di valore mobiliare⁶¹.

D'altra parte il riconoscimento legislativo della categoria degli strumenti finanziari digitali dimostra che certi valori mobiliari, sia pure alle condizioni stabilite dal regime di sperimentazione pilota, possono esistere anche in forma esclusivamente "tokenizzata" (oltre che come mere rappresentazioni digitali, nei registri distribuiti, di strumenti finanziari tradizionali)⁶² e che pertanto non è necessario ricorrere alla forma cartolare, e neppure a quella scritturale, per considerare uno strumento negoziabile sui mercati dei capitali.

Sotto questo profilo la standardizzazione potrebbe forse risultare presupposto non necessario nel caso in cui si emettano strumenti finanziari digitali destinati a circolare mediante la tecnologia a registri distribuiti, per quanto essa agevoli, allo stato, l'interazione con i sistemi di emissione e circolazione tradizionali basati sui conti⁶³.

5.1. I regimi alternativi di circolazione delle quote: l'emissione e la circolazione su registri DLT tra sperimentazione europea ed italiana.

Si è sin qui dato conto delle ripercussioni sulle regole che governano il tipo s.r.l. provocate dalla progressione degli interventi succedutisi a partire dal d.l. n. 179/2012, che, agendo esclusivamente sul suo profilo finanziario, ne ha provocato una selettiva dilatazione.

finito da alcuna norma, né nell'ambito della direttiva MiFiD II, né in altri provvedimenti normativi successivi e pertanto si ritiene sufficiente il mero accertamento dell'idoneità dello strumento finanziario a formare oggetto di transazioni sul mercato, a prescindere dalle modalità o dalle procedure con cui si svolgono le singole operazioni di scambio (cfr., sul punto, E. RIGHINI, *sub* art. 1 t.u.f., in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. VELLA, I, Torino, Giappichelli, 2012, 17; F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 54 s. e cfr., altresì, M. ONZA, L. SALAMONE, (nt. 53), 579 ss., i quali distinguono «fra trasferibilità e idoneità alla negoziazione in un mercato» di capitali.

⁶¹ In questo senso cfr., senza pretesa di completezza, E. CUSA, (nt. 45), 675 ss.; P. BENAZZO, (nt. 6), 1459; V. SANTORO, (nt. 45) 284; M. CIAN, (nt. 37), 1139; M. SCIUTO, (nt. 43), 541.

⁶² Cfr., per la distinzione tra strumenti finanziari digitali "nativi" e strumenti finanziari come mere rappresentazioni digitali di secondo grado di attività tradizionali, il considerando n. 3 del reg. europeo Regime Pilota e v., inoltre, N. DE LUCA, M. DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie nativa*, in *Quaderno giuridico CONSOB*, 2023, n. 25, 95 ss.

⁶³ Cfr. il considerando n. 3 reg. europeo Regime Pilota. Sul requisito della standardizzazione v. le considerazioni dell'ESMA nel documento di consultazione relativo ai criteri di qualificazione dei *crypto-assets* come strumenti finanziari (cit. nt. 38), §§ 32 e 33, 10 s., secondo cui «for crypto-assets to form a class they should confer similar rights to investors, ensuring their tradability on markets» ed inoltre «negotiability on capital market also presupposes fungibility which has to be measured having regard to the capability of the crypto-asset to express the same value per unit». Per ulteriori approfondimenti, v. *infra* §§ 5.3, 6 e 8.

A valle di questa evoluzione normativa, che ha generalizzato l'applicazione di tutta una serie di strumenti e di canali inizialmente introdotti per intercettare quegli investimenti che avrebbero dovuto consentire il superamento del *funding gap* a favore di certe speciali (e temporanee) varianti di s.r.l., l'elusiva immagine tracciata dal codice civile si è ritratta sullo sfondo della sequenza di modelli restituiti dalla galleria di specchi delle leggi speciali dell'ultimo decennio: come tutti gli innesti, anch'essi poggiano sul comune e tormentato tronco codicistico, tuttavia «non solo sono lontani gli uni dagli altri, ma anche assai differenti dallo stesso ceppo di origine»⁶⁴.

Accanto a quella normativa, si è oggi nella corrente di un'impetuosa evoluzione tecnologica, che attraverso la nascita e lo sviluppo delle *Digital Ledger Technologies* (DLT) sta interessando trasversalmente, tra gli altri, molteplici ambiti dell'arte, dell'industria, dell'agricoltura, della finanza e del diritto. Per quanto qui specificamente interessa, l'impiego della DLT e dei *tokens*⁶⁵ in cui si ripartisce e sostanzia è stato funzionale alla realizzazione di operazioni di finanziamento a vantaggio di iniziative imprenditoriali usualmente di piccola entità, inizialmente definite come *Initial Coin Offerings* (ICOs), al fine di evocare suggestivamente le *Initial Public Offerings* (IPOs), e poi via via designate nella prassi attraverso altri acronimi (STOs, IEOs, IDOs...) variamente modellati per suscitare nei potenziali investitori la parvenza di istituzionalizzazione derivante da un gergo simile a quello ufficiale ed al contempo suggerire l'allontanamento dalla sfera della regolazione⁶⁶.

⁶⁴ Il virgolettato è tratto da O. CAGNASSO, *La s.r.l. «aperta»*, in *Start up e P.M.I. innovative*, (nt. 9), 230 ed è rappresentativo di tutta la dottrina che si è occupata dell'argomento.

⁶⁵ Per ulteriori riflessioni sulla valenza etimologicamente simbolica del lemma *token*, ossia l'etichetta comune invalsa per denominare una vasta ed eterogenea serie di rappresentazioni crittografiche di valore, cfr. M. ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, relazione per il XV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei professori universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", dedicato a "Impresa e mercati: numeri e computer science" e tenutosi a Roma, 23-24 febbraio 2024, 4; A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 87 ss.

⁶⁶ Per vero, a partire dal biennio 2017/2018 l'impiego dell'acronimo *ICO* è andato incontro ad un sensibile declino del suo impiego negli scambi *online*, molto probabilmente a causa dell'elevata percentuale di fallimenti dei progetti finanziati e di truffe perpetrate (o come tali percepite). La sigla *STO* (*Security Token Offering*) adotta invece un approccio descrittivo del fenomeno sottostante, dal momento che si intende chiaramente identificare la natura di strumento finanziario del complesso di diritti immessi sui mercati con la veste del *token*, andando però così incontro ad un'immediata reazione delle autorità deputate alla vigilanza dei mercati finanziari o di quelle tributarie. Sembrerebbe da ultimo che stiano affermandosi le offerte denominate *IEO* (*Initial Exchange Offering*) o anche *IDO* (*Initial DEX Offering*), nelle quali la definizione, a differenza delle precedenti, anziché veicolare un'illustrazione del loro oggetto, si appunta sul "luogo" in cui viene lanciata l'offerta. Si tratta, rispettivamente, di una piattaforma *online* (denominata *exchange*, sulla falsariga dei mercati di borsa) o di una struttura decentralizzata (*Decentralized exchange* – *DEX*) che, accanto all'offerta, possono effettuare una molteplicità di attività.

In un numero in costante crescita di ordinamenti giuridici di tutto il mondo ci si è affrettati ad introdurre (o si sta valutando l'introduzione di) una cornice legale

Per un approfondimento sulle offerte di *tokens*, v. lo studio monografico di C. SANDEI, *L'offerta iniziale di crypto-attività*, Torino, Giappichelli, 2022, *passim*; cui *adde* per un panorama degli studi giuridici ed aziendalistici in materia: I.M. BARSAN, *Legal Challenges of Initial Coin Offerings*, in *Rev. Trim. Dr. Fin.*, 2017, 54 ss.; P. HACKER, C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, 2018, 15, 645 ss.; G.S. GEIS, *Traceable Shares and Corporate Law*, in 113 *Northwestern Un. L. Rev.*, 2018, 255 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in questa *Rivista*, 2018, 3 ss.; ID., *Speak, If You Can: What are You? An Alternative Approach to the Qualification of Tokens and Initial Coin Offerings*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2020, vol. 17, 129 ss.; S.T. HOWELL, M. NIESSNER, D. YERMACK, *Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, n. 564/2018, 2019, 7 ss.; D. BOREIKO, G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Blockchain Startups and Prospectus Regulation*, in 20 *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2019, 665 ss.; P. MAUME, M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, in 19 *Chicago J. Int'l L.*, 2019, 550 ss.; J. ROHR, A. WRIGHT, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, in 70 *Hastings L. J.*, 2019, 463 ss.; P. CARRIÈRE, *The Italian Regulatory Approach to Crypto-Assets and the Utility Tokens' ICOs*, in *Baffi CAREFIN Centre Research Paper*, 2019-113, 1 ss.; M. DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle Initial Token Offerings (ITOs): token crowdfunding e sistemi di scambio di crypto-asset*, in questa *Rivista*, 2019, 269 ss.; P.P. PIRANI, *Gli strumenti della finanza disintermediata: Initial Coin Offering e blockchain*, in *AGE*, 2019, 327 ss.; D.A. ZETTSCHKE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, L. FÖHR, *The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators*, in 60 *Harv. Int'l L. J.*, 2019, 267 ss.; D. LIEBAU, P. SCHUEFFEL, *Cryptocurrencies & Initial Coin Offerings: Are they Scams? – An Empirical Study*, in 2 *J. Brit. Blockchain Ass.*, 2019, 1 ss.; S. COHNEY, D. HOFMAN, J. SKLAROF, D. WISHNICK, *Coin-operated Capitalism*, in 119 *Columbia L. R.*, 2019, 591 ss.; A. GENOVESE, *Innovazione tecnologica e trasformazione del settore finanziario tra initial coin offerings (ICOs) e investment crowdfunding: quali sfide per l'autorità di controllo?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di Finocchiario-Falce, Bologna, 2019, 17 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, reperibile in <http://www.dirittobancario.it>; G. GITTI, M.R. MAUGERI, C. FERRARI, *Offerte iniziali e scambi di crypto-attività*, in *ODCC*, 2019, 95 ss.; G. GITTI, *Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 13 ss., spec. 23 ss.; F. RAFFAELE, *Initial coin offerings e crypto-attività: un'analisi comparata tra "arbitraggio tecnologico" ed eterogenesi dei fini dell'approccio regolatorio italiano*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, 519 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 60 ss.; C. BELLAVITIS, C. FISCH, J. WIKLUND, *A comprehensive review of the global development of initial coin offerings (ICOs) and their regulation*, in 15 *J. Bus. Vent. Insights*, 2021, 1 ss.; H. BOLLAERT, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SCHWIENBACHER, *Fintech and access to finance*, in 68 *J. Corp. Fin.*, 2021, 1 ss.; I. H-Y CHIU, *Regulating the crypto economy: business transformations and financialisation*, London, Bloomsbury, 2021, cap. 1, IV(B) e V e cap. 2, III(B) e, per una rassegna di reazioni legislative nei confronti delle ICOs, cap. 3, II (ed. online); G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 88 ss.; S. CASARRUBEA, *Il ruolo del "white paper" sulle offerte al pubblico di crypto-attività alla luce della proposta MiCA*, in questa *Rivista*, 2022, 215 ss.; T. LAMBERT, D. LIEBAU, P. ROOSENBOOM, *Security Token Offerings*, in 59 *Small Bus. Econ.*, 2022, 299 ss.; F. BRIZZI, (nt. 42), 145, 227 ss.; M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Introduzione: DLT e crypto attività*, in *TOKENIZZAZIONE di azioni e azioni tokens*, in *Quaderno giuridico CONSOB*, (nt. 62), 34 ss.

ad hoc per accogliere al loro interno tale tecnologia⁶⁷ (strumentale alla condivisione su una pluralità di nodi reciprocamente sincronizzati di un archivio di informazioni e delle operazioni su di esso compiute⁶⁸), riallacciare in maniera più o meno riuscita molteplici legami sistematici, indispensabili per scongiurare

⁶⁷ Per ulteriori informazioni comparatistiche, cfr. F. ANNUNZIATA, *Speak*, (nt. 66), 137 ss.; F. RAFFAELE, (nt. 66), 528 ss.; M.T. RODI, *Emissione di "security token"*, in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, a cura di V.V. CUOCCI, F.P. LOPS, C. MOTTI, Pisa, Pacini, 2021, 295 ss.; S. BRUNO, *La raccolta del risparmio mediante emissione di cripto-attività: le initial coin offerings*, in *Banche, intermediari e fintech*, a cura di G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS, Milano, Giuffrè, 2021, 285 ss.; M. LEHMANN, *National Blockchain Laws as a Threat to Capital Markets Integration*, in 26 *Unif. L. Rev.*, 2021, 151 ss.; F. EMMERT, *Cryptocurrencies: The Impossible Domestic Law Regime?*, in 70 *Am. J. Comp. L.*, 2022, 185 ss.; R. KULMS, *Digital Financial Markets and (Europe's) Private Law – A Case for Regulatory Competition?*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 230 ss. e 241 ss., per un panorama su alcuni *regulatory sandboxes*; S. OMLOR, *Digital Ownership of Blockchain Tokens: A Comparative Law Guideline*, in *The Changing Role of Property Law. Rights, Values and Concepts*, ed. Nordtveit, Cheltenham, Edward Elgar, 2023, 131 ss.; E. HOWELL, *Alternative Financing Options to Public Offers and Listings*, in *Principles of Corporate Finance Law*³, ed. by E. FERRAN, E. HOWELL, F. STEFFEK, Oxford, OUP, 2023, 607 ss. Si aggiungano i contributi di vari autori apparsi nel volume *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Milano, Wolters Kluwer, 2020, 478 s., 497 ss., 520 ss.; 560 ss., 575 ss., 592 ss., 654 ss., 685 ss. Per alcune informazioni sulle riforme francesi e tedesche, sia consentito infine il rinvio a A. LAUDONIO, (nt. 65), 88 s., nt. 7, 98 ss., nt. 16, 17 e 19, 100, nt. 21, 107 s., nt. 28, 111 s., nt. 33 e 34, 118 s., nt. 42, reperibile in <https://rivista.dirittobancario.it>.

⁶⁸ Per dare al lettore una prima idea di questa tecnologia si può dire che essa è basata sulla divisione telematica di un registro digitale distribuito su multipli nodi interconnessi: l'operatività di tale registro è retta da algoritmi di consenso e da *smart contracts*, ossia programmi che, eseguiti sui nodi, replicano le istruzioni impartite e ne consentono l'esecuzione. Il risultato è la creazione di un ambiente nel quale il medesimo registro è tenuto e costantemente aggiornato secondo modalità automatiche e sincronizzate presso ciascun punto (o nodo) che lo compone.

In ambito normativo, le definizioni affermatesi in seno alla legislazione europea sembrano ispirate da un cauto agnosticismo (cfr. considerando n. 16 del reg. (UE) n. 2023/1114 – reg. MiCA) e risultano talmente vaghe da potersi atteggiare anche a tecnologie differenti dalla DLT. Basti pensare alla laconica tautologia fornita dall'art. 3, par. 1, n. 1, reg. MiCA), secondo cui essa è «una tecnologia che consente il funzionamento e l'uso dei registri distribuiti», la quale costringe l'interprete a coniugarla alla luce delle concatenate definizioni di registro distribuito (consistente in «un archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso» – art. 3, par. 1, n. 2, reg. MiCA), e di nodo di rete DLT (ossia «un dispositivo o un'applicazione informatica che è parte di una rete e che detiene una copia completa o parziale delle registrazioni di tutte le operazioni eseguite tramite il registro distribuito» – art. 3, par. 1, n. 4, reg. MiCA). Tali nozioni sono altresì ripetute nell'art. 2, par. 1, nn. 1, 2 e 4, Regime Pilota.

Più circoscritta, ma probabilmente destinata alla pretermissione per effetto del sopravvento del *Digital Package* europeo, è una definizione già presente nel nostro ordinamento dal 2018, che designa le DLT come «le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturelmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire 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» (art. 8-ter, primo comma, d.l. n. 135/2018).

l'insorgenza di aporie interpretativamente incolmabili, e rimuovere eventuali spequazioni tra le soluzioni legate alle diverse stagioni del progresso umano.

In questo frangente, le istituzioni eurounitarie hanno compiuto un significativo sforzo di indagine ed elaborazione per cercare di fornire sistemazione alle DLT ed ai *tokens* nell'ambito del diritto dei mercati finanziari ed in un'ampia serie di materie limitrofe⁶⁹. Nel far ciò l'approccio prescelto, pur se non nella sua interezza, è stato profondamente segnato da un'insistita riproposizione di paradigmi regolamentari ed architetture istituzionali ed operative già noti, in ciò forse anche subendo l'influenza degli stessi operatori che sarebbero stati interessati dalle modifiche in questione. Tale impostazione è particolarmente evidente nel reg. (UE) 2022/858 ("Regime Pilota"), in seno al quale si profila una logica di emissione e circolazione necessariamente intermedie⁷⁰ degli strumenti finanziari veicolabili per tramite di *tokens* (cfr. art. 3-7 Regime Pilota), in ciò apparentabile a quella dei regimi di dematerializzazione.

Non sfuggono le significative differenze strutturali tra l'uno e l'altro *corpus*

⁶⁹ Alla sistemazione normativa delle crypto-attività diverse da quelle aventi natura finanziaria si è provveduto con il reg. MiCA, nel quale tale approccio è stato motivato, da un lato, dalla copertura (asseritamente) già fornita dal *corpus* normativo eurounitario in materia di servizi finanziari (v. i considerando nn. 3, 6 e 9 e l'art. 2, par. 4, lett. a), reg. MiCA), e, dall'altro, anche se in maniera inespressa, dall'esigenza di realizzare un ulteriore approfondimento relativamente ai *tokens* rappresentativi di investimenti finanziari attraverso un'"istruttoria sperimentale", avviata con il Regime Pilota. Il regolamento dei confini, tuttavia, non sembra essere pienamente riuscito, specie con riguardo ai profili di potenziale sovrapposibilità tra *utility tokens*, *asset-referenced tokens* e *security tokens*, e prova ne è il fatto che nel reg. MiCA stesso si è stabilito di affidare all'ESMA il compito di chiarificare con propri orientamenti le condizioni ed i criteri per la qualificazione delle crypto-attività come strumenti finanziari (considerando n. 14 ed art. 2, par. 5, reg. MiCA). Per parte sua, l'ESMA ha sottoposto a consultazione nel gennaio 2024 le proprie *draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*, (nt. 38). Incerta appare anche la scelta d'aver collocato all'esterno dell'ambito oggettivo d'applicazione i *tokens* unici e non fungibili (*non fungible tokens* – art. 2, par. 3, reg. MiCA), essendosi stabilito di rivalutare l'opportunità di intervenire regolando anche tali crypto-attività in esito ad una relazione che la Commissione UE alla fine del 2024 (art. 142, par. 2, lett. d), reg. MiCA). Per delle critiche all'approccio regolatorio eurounitario, v. C. SANDEI, (nt. 66), 159 ss.; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in 16 *Cap. Markets L. J.*, 2021, 219 ss.; M. CIAN, *La nozione di cryptoattività nella prospettiva del MiCAR. Dallo strumento finanziario al token, e ritorno*, in *ODCC*, 2019, 59 ss.; G. FERRARINI, P. GIUDICI, (nt. 66), 100 ss.; S. CASARRUBEA, (nt. 66), 249 ss., nonché, se si vuole, A. LAUDONIO, (nt. 65), 117 ss.

⁷⁰ Eccezione fatta per la (limitata) apertura consistente nel fatto che gli operatori stessi chiedano di essere autorizzati ad ammettere direttamente agli scambi anche le persone fisiche (e giuridiche) in presenza di una serie di condizioni e adottando le eventuali misure compensative imposte dalla competente autorità nazionale (art. 4, par. 2 e 3, Regime Pilota per gli MTF DLT; art. 5, par. 5, Regime Pilota per gli SS DLT). La disintermediazione in questo caso, ad ogni modo, elide solo uno dei gradi di separazione sussistenti tra emittente ed investitori, dal momento che questi ultimi devono pur sempre relazionarsi con il SS DLT o con il MTF DLT.

normativo, ma il passo in avanti compiuto dal legislatore europeo è stato alquanto timido e forse riluttante ad abbandonare gli schemi operativi noti⁷¹.

Da un lato, invero, il Regime Pilota è “tecnologicamente neutrale” (come dichiarato nel considerando n. 9), nel senso che in esso non si è introdotto – se non in maniera parziale e indiretta – un complesso di norme rivolte a disciplinare un’“interfaccia” normativa della tecnologia a registro distribuito nell’ambito finanziario: le finalità sperimentali del regolamento, rivolto ad “uniformare” a livello unionale le varie *sandboxes* avviate a livello nazionale, spingevano invero a non imbrigliare sin da questa fase le possibili declinazioni tecnico-operative della DLT ed anzi si è esplicitamente optato a favore di un ambito oggettivo d’applicazione circoscritto a pochi strumenti ed elementari strumenti finanziari, di emissioni quantitativamente ridotte, nonché di un novero di operatori limitato e di operazioni non sofisticate (arg. ex artt. 3 e 4 Regime Pilota). L’unico punto sul quale l’UE demandava un adeguamento a livello nazionale era la “dissociazione” interna alla nozione di strumenti finanziari recata dall’art. 4, par. 1, punto 15) della MiFiD II, la quale era stata contestualmente modificata dall’art. 18 Regime Pilota per comprendervi *anche* gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito (come se in base alla loro disciplina circolatoria potessero essere concepiti come qualcosa di intrinsecamente diverso⁷²).

Dall’altro lato, l’impiego della DLT è stato rimesso ad un reticolo di operatori la cui *silhouette* è stata ricalcata su quella di intermediari già esistenti nell’ambito delle infrastrutture (o comunque operanti all’interno) dei mercati finanziari (quali MTF DLT, SS DLT e TSS DLT), salva la ricordata disarticolazione delle obbligatorie gerarchie di scritturazioni in conto e l’ibridazione e cumulo di servizi erogabili da parte di singoli attori del nuovo ecosistema digitale⁷³. Inoltre, al fine di li-

⁷¹ Tant’è vero che nel considerando n. 3 del Regime Pilota si legge che «il successo dei sistemi basati sui token dipenderà, almeno in via provvisoria, dalla loro interazione con i sistemi tradizionali basati su conti». Inoltre, nel considerando n. 5, si rileva «la limitata esperienza nella negoziazione di cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari e relativi servizi e attività di post-negoziazione» e si conclude nel senso che «è attualmente prematuro apportare modifiche rilevanti alla legislazione dell’Unione in materia di servizi finanziari per consentire la piena diffusione di tali cripto-attività e della relativa tecnologia sottostante».

⁷² Il rilievo è similmente articolato anche da M. ONZA, (nt. 65), 12. Sembra inoltre di poter constatare una fondamentale incoerenza nelle scelte compiute dal legislatore europeo, il quale dichiara che quei *tokens* «qualificabili come strumenti finanziari quali definiti nella direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, rientrano nell’ambito di applicazione degli atti legislativi dell’Unione vigenti in materia di servizi finanziari» (considerando n. 3 reg. MiCA), salvo modificare la stessa nozione di strumenti finanziari per includervi anche quelli emessi tramite DLT, sulla scorta di una poco accorta *pruderie* lessicale (per ulteriori considerazioni critiche, sia permesso il rinvio a A. LAUDONIO, (nt. 65), 123 s., testo e nt. 50).

⁷³ Peraltro, rispetto a tale scelta, il legislatore europeo ha fornito una spiegazione, stante la frizione con il principio di separazione tra le attività di negoziazione e di post-negoziazione che altrimenti anima la disciplina dei mercati finanziari: «Il regime pilota non dovrebbe essere un preceden-

mitare i possibili rischi per gli investitori non professionali, l'art. 3, par. 1, Regime Pilota ammette alla negoziazione ed alla registrazione in un'infrastruttura di mercato DLT solo strumenti finanziari dalle caratteristiche più lineari ed intellegibili, quali azioni⁷⁴, obbligazioni ed altre forme di debito cartolarizzato (peritandosi in questo caso di escludere quei titoli che «incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato») e quote di organismi di investimento collettivi. Nella diversa prospettiva della protezione dei mercati finanziari un'articolata serie di limiti quantitativi si somma alle restrizioni oggettive di strumenti emettibili (con riguardo ai quali si veda l'art. 3, par. 2-6, Regime Pilota).

Per parte sua, il legislatore italiano, in una congiuntura di grande concitazione rispetto all'avanzare della DLT, non aveva inizialmente seguito l'interventismo di diversi altri stati continentali, ma ha evidentemente ritenuto necessario implementare il Regime Pilota; nel farlo ricorrendo alla decretazione d'urgenza (d.l. n. 25/2023), ha tuttavia reagito per più versi in maniera divergente e sensibilmente più conservatrice.

In primo luogo, anziché conformarsi alla sperimentalità dell'approccio europeo e modificare, ove occorrente, l'esistente *sandbox* regolamentare (istituito in base all'art. 36, comma 2-*bis*, d.l. n. 34/2019 e relativo regolamento attuativo, d.m. MEF 30 aprile 2021, n. 100), si è provveduto a riadattare in larga misura il disegno sottostante alla disciplina della dematerializzazione “forte”, così cristallizzando il fenomeno DLT nel nostro ordinamento intorno ad una serie di principi fondamentali elaborati in relazione ad un sistema circolatorio profondamente diverso per essenza giuridica e realtà operativa.

In secondo luogo, l'intervento riformatore, innescato dalla ritenuta incompatibilità dell'ordinamento italiano rispetto alla nuova nozione di strumenti finanziari DLT (come attestato dal preambolo del d.l. n. 25/2023), non si è limitato a questo adeguamento, ma, rilevando altresì una straordinaria necessità e urgenza “di evitare che gli operatori italiani si trovino in svantaggio competitivo rispetto ad altri

te per giustificare una revisione di fondo della separazione tra attività di negoziazione e funzioni di post-negoziazione o del panorama delle infrastrutture del mercato finanziario. Tuttavia, alla luce dei potenziali vantaggi della tecnologia a registro distribuito in termini di combinazione di negoziazione e regolamento, è giustificato prevedere un'infrastruttura di mercato DLT dedicata nel regime pilota, vale a dire il TSS DLT, che combina le attività normalmente svolte dai sistemi multilaterali di negoziazione e dai sistemi di regolamento titoli» (considerando n. 14 Regime Pilota).

⁷⁴ Correttamente F. BRIZZI, (nt. 42), 233 s., precisa che in lingua inglese il corrispondente termine adoperato (*shares*) può essere adoperato per indicare sia azioni, che partecipazioni standardizzate di s.r.l. PMI, quali valori mobiliari, ma nel Regime Pilota (a differenza di quanto avviene nel considerando n. 13 e nell'art. 2, par. 1, lett. *n*), reg. (UE) 2020/1503, in materia di *crowdfunding*) il riferimento appare formulato in senso volutamente restrittivo: al di là della convergenza plurilinguistica sulla menzione dei titoli azionari (*actions*, *acciones*, *Aktien*, *ações*, *aktier*...), nell'art. 3, par. 1, lett. *a*), Regime Pilota il termine “azioni” è completato dal riferimento alla capitalizzazione di mercato dell'emittente, che allo stato sembra potersi predicare solo in relazione agli emittenti azionari.

operatori stabiliti in Stati membri”⁷⁵, si è spinto oltre, introducendo regole aventi un chiaro afflato di definitività e portata generale, che sul piano sistematico rappresentano un nuovo microsistema normativo: esso, a dispetto delle importanti assonanze riscontrabili con il *corpus* sulla dematerializzazione, ne rimane in linea di principio separato in virtù di un’intrinseca aspirazione alla completezza ed autosufficienza.

Tale considerazione scaturisce dalla tecnica normativa in cui si combinano, da un lato, la riproposizione di ampia parte del corredo disciplinare della dematerializzazione (artt. 3, 5-9 d.l. n. 25/2023)⁷⁶, dall’altro, la presenza di un’esenzione dagli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell’art. 83-*bis*, secondo comma, t.u.f. (concernenti l’assoggettamento alla dematerializzazione di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o negoziati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese UE: art. 3, secondo comma, d.l. n. 25/2023) e di rinvii mirati a specifiche disposizioni del t.u.f. (artt. 1, secondo comma; 11, primo comma, terzo periodo; 24, commi primo e quarto, d.l. n. 25/2023⁷⁷), e, infine, l’inserimento di

⁷⁵ Peraltro, la peculiare strutturazione del microsistema circolatorio digitale italiano, imperniata com’è sulla figura del responsabile del registro (di cui si dirà più oltre nel testo) e sulla tendenziale esternalizzazione ed accentramento in capo ad esso delle emissioni e dei trasferimenti di strumenti digitali, potrebbe non sottrarsi al sospetto di *gold plating*, essendo stati così introdotti, in via legislativa, degli oneri amministrativi (sotto forma di specifiche autorizzazioni) e tecnici ulteriori rispetto a quelli previsti dal Regime Pilota, che in qualche misura potrebbero ostacolare uno sviluppo concorrenziale nel settore, sia a livello domestico, sia con riguardo agli operatori stabiliti in altri stati UE.

⁷⁶ La sovrapposibilità è tale da far ritenere a M. ONZA, (nt. 65), 11, che «la differenza, in realtà, si appunti *sull’uso o non di un registro per la circolazione “digitale”*», il quale, dopo un raffronto con le previsioni del t.u.f., conclude: «Insomma, non si scorge una “sostanziale” differenza o al postutto una “forma” (in senso giuridico) differente. Ma solo l’uso o non di registri *specifici* con *specifiche* caratteristiche». La considerazione è del tutto condivisibile (e perde dunque consistenza la disquisizione intorno alla compatibilità della DLT con il sistema di *book entry* proprio della dematerializzazione, su cui indugiano E. LA SALA, F. GUELF, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Società*, 2023, 1241 ss.), potendosi soltanto aggiungere che dell’ambiente scritturale la circolazione “digitale” mima le regole sostanziali, evidentemente ritenute compatibili con essa, ma se ne distingue sul piano operativo, in relazione all’insieme dei soggetti coinvolti per la realizzazione delle operazioni traslative/costitutive sugli strumenti finanziari ammessi. Per ulteriori considerazioni sui rapporti sistematici tra circolazione dematerializzata e tramite tecnologia DLT svolte prima dell’entrata in vigore del d.l. n. 25/2023 e comunque condivisibili, v. N. ABRIANI, *Rappresentazione e circolazione di partecipazioni di società di capitali mediante la tecnologia DLT*, in *ODCC*, 2022, n. speciale, 361 ss., 369 ss.

⁷⁷ Le disposizioni menzionate nel testo, rispettivamente: a) richiamano le definizioni del t.u.b. e del t.u.f., ove non diversamente specificato (art. 1, secondo comma, d.l. n. 25/2023); b) nel caso in cui la scritturazione nel registro sia effettuata in favore di una banca o di un’impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto di uno o più clienti rinviano alle disposizioni del t.u.f. (artt. 83-*quater*, terzo comma e 83-*quinquies*-83-*decies*) provocandone una “riespansione” condizionata al difficoltoso filtro interpretativo della compatibilità; c) con riguardo ai responsabili del registro “non finanziari” comportano l’applicazione della disciplina primaria e secondaria sui requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, nonché sui criteri di competenza, correttezza e sufficien-

norme inedite e peculiari del sistema digitale (artt. 4, 10, 13-17, 26 d.l. n. 25/2023). Nel primo ambito si cerca di fornire all'interprete un complesso normativo sufficientemente dettagliato e concluso affinché non debba attingere all'esterno per rinvenire del materiale utile a colmare lacune, nel secondo, lo si vincola a farlo solo ove espressamente previsto e, nell'ultimo, l'incompatibilità delle norme speciali con quelle generali preclude l'eterointegrazione.

L'impressione che se ne ritrae, per accostare analogicamente una figura propria del lessico processualistico, è quella di una discordanza tra chiesto e pronunciato, come se il testo normativo italiano fosse stato inizialmente concepito per assecondare un autonomo disegno riformatore e non fosse determinato da un'esigenza di recepimento tutto sommato limitata ed "a rime obbligate"⁷⁸. Sennonché, il recepimento si è tradotto in un'occasione propizia per adottare un regime "nazionale" sotto (mentite) spoglie europee.

L'impostazione italiana privilegia fortemente la riconduzione entro coordinate note e sperimentate della emissione e circolazione di strumenti finanziari tramite DLT, ed a tale fine introduce altresì una nuova figura (con annessa riserva di attività): quella del "responsabile del registro", unico soggetto abilitato ad accogliere sui propri registri le emissioni di strumenti finanziari digitali (artt. 18 ss. d.l. n. 25/2023). Questo nuovo operatore, assente nel Regime Pilota, in linea di principio lascia invariata, se non allunga – all'opposto di quanto auspicato in ragione delle potenzialità della DLT⁷⁹ – la catena di intermediari, includendovi tra l'altro di di-

te disponibilità di tempo da dedicare all'efficace espletamento dell'incarico degli esponenti aziendali, e inoltre sull'idoneità dei componenti dell'organo amministrativo e di controllo (art. 13, terzo comma, lett. a) e comma 5, t.u.f.).

⁷⁸ Il dubbio acquisisce una qualche consistenza alla luce dell'invito formulato dall'ex Commissario CONSOB P. CIOCCA, *Intervento nell'ambito dell'audizione della CONSOB alla VI Commissione permanente (Finanze), Pacchetto Finanza Digitale*, Roma, 8 giugno 2021, 8 (reperibile sul sito <http://www.consob.it>): «Occorre quindi introdurre al più presto un nuovo quadro normativo che, modificando il codice civile ed il t.u.f., preveda uno specifico regime per l'emissione e circolazione dei titoli in forma digitale. Questo tassello nazionale è una *conditio sine qua non* per costruire un mercato attrattivo e affidabile». Riferiscono peraltro E. LA SALA, F. GUELF, (nt. 76), 1239, che CONSOB, nel confronto con Banca d'Italia, ha presentato le proposte tecniche che sono confluite nei lavori coordinati del MEF per la redazione del decreto legge.

⁷⁹ Nella letteratura straniera è posta particolare enfasi su tale prerogativa "semplificatrice" della DLT, non disgiunta da un'opportuna dose di cautela e comunque bilanciata dall'osservazione di alcune pecche dei sistemi circolatori accentrati: cfr. G.S. GEIS, (nt. 66), 262 ss.; C.W. MOONEY Jr., *Beyond Intermediation: A New (FinTech) Model for Securities Holding Infrastructures*, in 22 *Un. Penn. J. Bus. L.*, 2020, 386 ss., 404 ss., ID., T. KEIJSER, *Intermediated Securities Holding Systems Revisited: A View Through the Prism of Transparency*, in *Intermediation and Beyond*, ed. by L. GULLIFER, J. PAYNE, London, Bloomsbury, 2019, 309 ss.; S. GREEN, F. SNAGG, *Intermediated Securities and Distributed Ledger Technology*, ivi, 337 ss.; E. MICHELER, *Intermediated Securities from the Perspective of Investors: Problems, quick Fixes and long-term Solutions*, ivi, 237 ss., la quale dubita che l'avvento della DLT sia in sé suscettibile di provocare il superamento delle attuali catene di intermediari e propone delle modifiche normative che consentano di superare alcune delle critici-

ritto gli *incumbents* della circolazione dematerializzata, ossia i CSD (art. 19, secondo comma, d.l. n. 25/2023), nonché banche, imprese di investimento o gestori di mercato stabiliti in Italia ed altre figure di intermediari finanziari, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori e imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia (a condizione che l'attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia – art. 19, primo comma, lett. a) e b), d.l. n. 25/2023).

Non solo, l'accentramento in capo a tale *gatekeeper* (o, come sarebbe forse più corretto dire, *bookkeeper*) della gestione dei registri si pone in un'intensa frizione con il concetto stesso di distribuzione del registro: seguendo un approccio maggiormente aderente ai principi di funzionamento della DLT il registro avrebbe dovuto appunto essere “distribuito” tra i vari soggetti coinvolti (emittente, intermediari, soci), tutt'al più distinguendosi all'interno di tale reticolo dei “nodi” dotati di funzioni particolari (c.d. *golden nodes*)⁸⁰. Viceversa, pare che il registro sia in-

tà del sistema britannico. In un'ottica più gradata di affiancamento della tecnologia DLT all'intermediazione centralizzata (propria, come visto, anche del Regime Pilota), con una ponderazione dei rispettivi benefici e svantaggi: H. MARJOSOLA, *Security Tokens and the Future of EU Securities Law: Rethinking the Harmonisation Project*, in *Eur. Comp. Fin. Law Rev.*, Special Volume 5, 2022, 254 ss.; similmente E. AVGOULEAS, A. SERETAKIS, *Governing the Digital Finance Value-Chain in the EU: MIFID II, the Digital Package, and the Large Gaps between!*, ivi, 1 ss., per i quali era necessario che fosse consentito alle piattaforme DeFi (“Decentralized Finance”) di accedere all'ambito protetto del Regime Pilota, affiancandosi agli operatori tradizionali, così da ampliare le potenzialità di riforma dei mercati finanziari (ma si consideri anche E. AVGOULEAS, A. KIAYIAS, *The Architecture of Decentralised Finance Platforms: A New Open Finance Paradigm*, *Edinburgh School of Law Research Paper* n. 2020/16, 7 ss., spec. 14 ss., in aperto sostegno di una sostituzione della logica operativa delle piattaforme decentralizzate – enumerandone vantaggi e possibilità applicative – rispetto a quella degli attuali grandi e grandissimi intermediari finanziari insieme agli operatori BigTech). Sulla necessità di interventi statali coordinati al fine di poter sfruttare il potenziale dei vantaggi derivanti dalla tecnologia DLT, P. PAECH, *Securities, intermediation and the blockchain: an inevitable choice between liquidity and legal certainty?*, in *21 Unif. L. Rev.*, 2016, 612 ss.

⁸⁰ Ciò si rende necessario in ragione dell'adattamento del concetto di “distribuzione” del registro rispetto all'ambiente societario in cui l'emittente è comunque individuato dalla legge, che gli attribuisce il potere funzionale di verificare chi risulti essere un suo socio. In tal senso, la DLT, per poter rispecchiare fedelmente la cornice normativa, dovrebbe essere variamente configurata come *permissioed*, ovverosia richiedere un'autorizzazione (o invito) per essere ammessi al suo interno e concentrare in capo ad un soggetto abilitato la possibilità di alterare (o di validare le alterazioni ne) i contenuti del registro. Con una certa misura di semplificazione, se il registro (dei soci, degli obbligazionisti, dei titolari di strumenti finanziari partecipativi o di debito...) è – e resta – diffuso tra tutti i partecipanti, solo gli amministratori potranno acconsentire alle sue variazioni, rendendole così opponibili nei confronti della società, ma le informazioni che esso reca saranno accessibili costantemente a tutti. L'opinione è diffusa in dottrina, ma sul punto valgono le parole di F. MÖSLEIN, *Blockchain Applications and Company Law*, in *Legal technology transformation. A practical assessment*, ed. by A. CALIGIURI, Napoli, Editoriale Scientifica, 2020, 241, secondo il quale «Decen-

teramente tenuto, aggiornato e validato solo dai responsabili del registro, che in questo senso sostituiscono il ruolo dei depositari centrali, cumulando altresì le potenzialità degli intermediari operanti sui registri tenuti, nonché quelle degli enti che si occupano della regolazione delle operazioni.

Sono state poi sostanzialmente neutralizzate alcune tra le più importanti virtualità della tecnologia a registro distribuito, ossia la possibilità di un immediato esercizio delle prerogative organizzative e patrimoniali da parte degli effettivi titolari (all'opposto variabilmente legate alla fissazione statutaria o *ad hoc* di una *record date*, con ogni immaginabile conseguenza: artt. 7 e 8 d.l. n. 25/2023), i quali – non senza una certa paradossalità – devono essere noti «in qualsiasi momento» all'emittente ed agli altri titolari (arg. *ex art.* 4, primo comma, lett. *b*) e *c*), d.l. n. 25/2023). Un'impressione di intrinseca incoerenza sistematica si ricava ulteriormente dalla previsione in virtù della quale «la verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali è effettuata dall'emittente sulla base delle scritture del registro» (art. 5, terzo comma, d.l. n. 25/2023), che, in relazione all'ambiente DLT, ben avrebbe potuto essere intesa come riferita a delle scritture attuali, e non a registrazioni collocate in un altro momento del tempo convenzionalmente identificato: di queste ultime ci si è serviti, come soluzione compromissoria e sub-ottimale nel sistema di gestione accentrata, ma nella DLT se ne sarebbe potuto fare a meno (riducendo altresì i costi del servizio per emittenti ed investitori).

In altri termini, rispetto alle caratteristiche della DLT ed alle opportunità che avrebbe potuto schiudere al diritto societario, le scelte legislative appaiono poco appaganti: essenzialmente (e fatte salve delle eccezioni marginali) riducono questa tecnologia a poco più di una mera ossatura computazionale, per giunta non vincolata all'interoperabilità, di un regime circolatorio che, (quasi) impermeabile al sottostante fenomeno tecnologico ed ai suoi non trascurabili profili di compatibilità ordinamentali, nonché al suo potenziale contributo evolutivo, si mostra fortemente affine a quello della dematerializzazione, fino al punto di mutuarne anche talune dispensabili criticità.

Meritano tuttavia di essere segnalate per la loro originalità rispetto al trapianto dell'apparato proprio della dematerializzazione accentrata le norme degli artt. 16 e 17 d.l. n. 25/2023, le quali pongono in debito risalto un aspetto centrale della DLT, ossia l'impiego da parte dei titolari dei *tokens* di (doppie) chiavi crittografiche per potervi accedere, disporre ed esercitare i relativi diritti⁸¹. Ebbene, la con-

tralized register maintenance should therefore also be permissible, but only in the technical form of the permissioned blockchain in which only selected participants authorized by the board of directors can validate transactions».

⁸¹ Precisamente al riguardo N. CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, in *ODCC*, 2022, 80, rileva che «l'attribuzione delle cripto-attività sarebbe assicurata dalle risultanze del registro che ne reca l'imputazione a un titolare, il quale resta anonimo, ma opera attraverso indirizzi e chiavi di accesso che è essenziale non perdere perché *unico mezzo per disporre*

templazione normativa di tale aspetto⁸², apparentemente rilevante solo sul piano tecnico, consente di attribuire rilievo reale al rapporto esclusivo⁸³ che esso consente di stabilire tra il titolare e gli strumenti finanziari digitali di sua pertinenza e supera in ciò la centrale considerazione della scritturazione in conto nell'ambito della dematerializzazione oggi riversata negli artt. 83-*bis* ss. t.u.f.: s'intende che la scritturazione in sé altro non era se non il culmine oggettivo di un complesso intreccio di relazioni plurisoggettive legislativamente definite, la cui convergenza plasmava ed imputava la situazione di titolarità in capo ad un determinato soggetto⁸⁴. Nella cir-

delle *cripto-attività*) (corsivo aggiunto). Nel reg. MiCA è altresì dato rilievo all'attività di detenzione dei mezzi di accesso alle *cripto-attività*: artt. 3, par. 1, n. 17, e 70 reg. MiCA.

⁸² Per vero non estraneo alla nostra legislazione in materia, essendovi un riferimento alla crittografia nel già citato art. 8-*ter*, primo comma, d.l. n. 135/2018.

⁸³ Già negli anni '70 si era persuasivamente affermato che «la disciplina cartolare deve e dovrà applicarsi perciò nei suoi principi fondamentali – immunizzazione del terzo acquirente dai rapporti intercorsi fra emittente o, rispettivamente, dante causa e i precedenti possessori – a qualsiasi fenomeno di mobilitazione della ricchezza attraverso un mercato: *non rileva a questo fine quale strumento tecnico sia adoperato per la negoziazione della ricchezza*» (così F. CHIOMENTI, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, Giuffrè, 1977, 209 – corsivi aggiunti). Sul punto occorre inoltre ricordare l'attualissima riflessione di P. SPADA, (nt. 30), 140, il quale faceva dipendere l'interrogativo sull'equivalenza probatoria e sostanziale tra *chartula* e documento informatico dalla circostanza che quest'ultimo sia suscettibile di dar luogo ad una relazione esclusiva, «un impossessamento tale da escludere che altri possa impossessarsene». Al giorno d'oggi, nello stesso senso, con condivisibile nettezza, V. SANTORO, *Note sparse a proposito di token*, in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, (nt. 67), 211: «Ritengo [...] che il supporto [di un titolo di credito, n.d.a.] possa essere anche immateriale purché in ordine allo stesso il titolare possa esercitare un diritto esclusivo». Analogo ordine di idee in M. CIAN, *I titoli di credito cartacei ed elettronici*, in *Manuale di diritto commerciale*⁴, Torino, Giappichelli, 2021, 179, ove si legge: «L'incorporazione nel titolo rappresenta una soluzione tecnica che apre la strada all'operatività di principi altrimenti non applicabili [...]. Proprio in quanto semplice tecnica, essa si presta ad essere surrogata da altre tecniche, che, in quanto presentino le medesime caratteristiche, consentendo l'applicazione degli stessi principi normativi» (corsivo aggiunto). Per una diversa soluzione incentrata sulla necessaria materialità del supporto del titolo di credito, v. N. DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Diritto del Fintech*, (nt. 67), 409 ss., e in *Riv. dir. civ.*, 2020, I, 101 ss.; Id., *Circolazione di azioni e quote e blockchain*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), t. 1, 1147 ss.

Nella letteratura straniera, peraltro, sembra possibile registrare una buona consapevolezza del ruolo centrale svolto dalla chiave crittografica nel fondare quello *jus excludendi alios* che nello storico succedersi delle tecniche rappresentative ha costituito un presupposto indefettibile del concetto di titolo di credito: cfr. R. KULMS, (nt. 67), 232 ss., per il quale «A key stands for the right to exclude others; the 'possession' of the access code demonstrates control over the crypto-asset» (p. 234, ed ivi anche riferimenti comparatistici); A. HELD, *Private Keys v Blockchains: what is a crypto-asset in law?*, in *J. Int'l Bank. Fin. L.*, 2020, 247 ss., 251; M. LEHMANN, (nt. 67), 156 s., 175, il quale segnala, tra l'altro, che nel Regno Unito la giurisprudenza si è già espressa qualificando in termini proprietari i titolari delle chiavi inerenti a dei *bitcoin* (High Court for England and Wales, *AA v Persons Unknown & Ors*, Re Bitcoin [2019] EWHC 3556 (Comm) (13 dicembre 2019) margin no 61) e ritiene che «The holder should have to provide nothing more than the blockchain record and the corresponding private key to prove his legal interest».

⁸⁴ Illuminanti al riguardo sono le parole di P. PAECH, (nt. 79), 629, il quale afferma: «In a typical

colazione digitale, si stabilisce un ulteriore legame, promanante in questo caso dal titolare e diretto verso i *tokens* (esistenti in quanto iscritti nel registro condiviso e non in una cascata di conti concatenati⁸⁵) che rappresentano il complesso delle sue pretese verso l'emittente.

In tal senso, la non meglio circostanziata impossibilità di disporre degli strumenti finanziari digitali di cui all'art. 16 d.l. n. 25/2023 deve ritenersi riferita ad una perdita ovvero ad una sottrazione della relativa chiave crittografica spettante al titolare⁸⁶, in quanto la perdita della disponibilità degli strumenti in questione deriva essenzialmente da una vicenda impeditiva che incide appunto sulla chiave crittografica (privata), quale indispensabile elemento abilitante. In conseguenza la legge riconosce al titolare la facoltà di ottenere dal responsabile del registro o del

holding situation, a number of intermediaries are involved in holding the same economic asset. Only the investor's direct intermediary owes the duties to it. Any other intermediary would typically owe duties to its own account holders and would be unable to identify the ultimate investor. In other words, in asking who owes duties to whom, there would appear to be as many identical, stacked positions as there are accounts involved in the holding chain. The investor would appear not to have an *erga omnes* right against the whole world but, rather, a right against its direct intermediary which, in turn, is in an identical position against its own direct intermediary, and so on».

⁸⁵ Lo puntualizza opportunamente N. CIOCCA, (nt. 81), 88 ss.

⁸⁶ La quale può essere detenuta dal titolare stesso, oppure – prendendosi con ciò atto dell'affermato ruolo custodiale di certi intermediari in ambiente DLT, su cui si rinvia alla diffusa trattazione di N. CIOCCA, (nt. 81), *loc. ult. cit.* – dal responsabile del registro, dal gestore dell'infrastruttura di mercato DLT, dalle banche e dalle imprese di investimento per conto del titolare dello strumento finanziario digitale (art. 17 d.l. n. 25/2023). Peraltro, ai sensi dell'All. 2, lett. A), secondo comma, vi, reg. Consob 22923/2023, i soggetti che aspirano ad essere iscritti nell'elenco dei responsabili del registro devono descrivere in un'apposita relazione sulle «caratteristiche tecnico/implementative dell'infrastruttura tecnologica» le «tecniche adottate per l'identificabilità degli utenti che operano in piattaforma», nonché l'eventuale ricorso a «*identity provider* di terze parti per l'identificazione delle utenze in piattaforma» (All. 2, lett. A), sesto comma, VI, reg. cit.). La puntuale identificazione dei titolari delle pretese veicolate per mezzo di strumenti finanziari digitali potrebbe così sollevare dalla necessità del ricorso al ministero notarile nell'ambito del loro trasferimento *inter vivos* (così come avviene nell'ambito dematerializzato per la stessa ragione), diversamente da quanto prefigurato da N. ABRIANI, (nt. 76), 368 s., 374.

È opportuno a questo punto tracciare un collegamento sistematico con la disciplina antiriciclaggio nostrana e ricordare che a norma degli artt. 1, secondo comma, lett. *ff-bis*), e 3, quinto comma, lett. *i-bis*), d.l. n. 231/2007 (apparentemente destinati ad essere abrogati e sostituiti da nozioni conformi al diritto unionale: cfr. art. 1 dello schema di decreto legislativo per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2023/1113 e per l'attuazione della direttiva (UE) 849/2015 relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, posto in consultazione dal Ministero delle Finanze: https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_micar.html), gli obblighi di adeguata verifica, registrazione e segnalazione gravano su ogni prestatore di servizi di portafoglio digitale (se diverso da uno degli intermediari bancari e finanziari, già compresi nell'art. 3, secondo comma, d.l. n. 231/2007), da intendersi come «ogni persona fisica o giuridica che fornisce, a terzi, a titolo professionale, anche online, servizi di salvaguardia di chiavi crittografiche private per conto dei propri clienti, al fine di detenere, memorizzare e trasferire valute virtuali».

gestore del SS DLT o del TSS DLT una nuova scritturazione in proprio favore, in sostituzione dell'originaria, la quale cessa di produrre effetti. Tale singolare "ammortamento" digitale, mimando le dinamiche cartolari, finisce però per confondere l'oggetto della tutela: la scritturazione sulla DLT, invero, resta pur sempre effettuata a favore dell'originario titolare (né, in linea di principio corre il rischio di essere trasferita ad altri, salvo il caso di sottrazione della chiave) e sostituirla con una nuova potrebbe implicare la necessità di realizzare un complessivo aggiornamento e riconciliazione delle scritturazioni (con effetti simili o probabilmente identici a quelli gergalmente definiti come una *fork* in ambito *blockchain*), mentre l'assegnazione al titolare di una nuova chiave crittografica consentirebbe in maniera più puntuale di ripristinare lo *status quo ante* (in termini non dissimili da quanto accade quando si smarrisce la password o il pin per accedere ad un determinato sito o servizio).

Sembra pertanto opportuno in sede interpretativa pervenire ad una declinazione diversificata del risultato del ricorso all'ammortamento "digitale" a seconda dell'effettiva esigenza di tutela sottostante: laddove il titolare abbia perso esclusivamente la chiave per accedere agli strumenti finanziari di sua pertinenza, allora dovrà essere espletata una procedura che gli consenta di ottenerne una nuova; solo se invece il titolare si sia visto sottrarre anche gli strumenti finanziari, potrà aver luogo la sostituzione della scritturazione sul registro.

5.2. La circolazione digitale dei titoli di debito ai sensi del d.l. n. 25/2023.

Passando alle possibilità che questa riforma avrebbe schiuso alle s.r.l., occorre avvertire che esse sono assai più limitate di quanto certi annunci abbiano lasciato pensare.

Anzitutto, conformemente a quanto richiesto dall'art. 3 Regime Pilota, sono stati inclusi nel perimetro nel d.l. n. 25/2023 soltanto i *titoli di debito ex art. 2483 c.c.* (art. 2, primo comma, lett. c), d.l. n. 25/2023) e ciò benché si potesse giungere a sostenere la loro compatibilità col sistema DLT anche a normativa invariata⁸⁷. Invero, per tali titoli non è dato rinvenire alcun vincolo di legge in merito al ricorso a tecniche di legittimazione e circolazione alternative e la maggioranza degli autori che si è occupata di essi negava la coesistenzialità della loro incorporazione in titoli di credito cartolari⁸⁸. Non sussistevano dunque ostacoli normativi insor-

⁸⁷ Come si è cercato di dimostrare in A. LAUDONIO, (nt. 65), 109 s., ove anche per ulteriori riferimenti. Si manifestava invece in senso contrario all'emissione e circolazione su DLT E. LA SALA, *L'applicazione della Distributed Ledger Technology all'emissione di strumenti finanziari di debito*, in *Società*, 2019, 715 ss., spec. 720 s.

⁸⁸ Per una rassegna delle opinioni, cfr. P. SPADA, *L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 805; ID., *Provvisoria del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 624; V. SANTORO, *Garanzia della solvenza della società*

montabili (nemmeno nell'ottica delle disposizioni antiriciclaggio) alla informatizzazione dei relativi libri e nella riproposizione in chiave DLT degli elementi fondamentali della circolazione nominativa (consistente, venuto meno il supporto cartaceo, nella possibilità di sottoporre i trasferimenti al controllo dell'emittente garantendo la costante ed univoca identificabilità del titolare) o – ancora più agevolmente – al portatore⁸⁹. Tale legge connotata dall'anonimato dei titolari era peraltro adoperabile anche laddove fosse posta in capo all'intermediario professionale sottoscrittore la garanzia della solvenza dell'emittente (artt. 2412, secondo comma, e 2483, secondo comma, c.c.), poiché in base all'art. 5 del. CICR 1058/2005 "l'identità del garante e l'ammontare della garanzia devono essere indicati sugli strumenti finanziari di raccolta di cui all'art. 3 e *sui registri ad essi relativi*" (corsivo aggiunto), con formulazione senz'altro compatibile anche col contesto DLT.

Al riguardo, il legislatore si è fatto comunque carico di fugare ogni possibile incertezza, prevedendo all'art. 12, terzo comma, lett. b), d.l. n. 25/2023 che tra i termini e le condizioni delle emissioni digitali di titoli di debito siano univocamente connesse e mantenute accessibili e consultabili in ogni momento «le informazioni necessarie all'identificazione dell'investitore professionale che assume la garanzia ai sensi dell'articolo 2483, secondo comma, del codice civile e relative all'ammontare della medesima»⁹⁰. Il collegamento sistematico è in ogni caso ap-

a responsabilità limitata in caso di circolazione dei titoli di debito, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 507 s., nt. 2; S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, Giuffrè, 2005, 49; M. STELLA RICHTER jr., *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2005, 998; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito di s.r.l. tra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, (nt. 25), 2007, III, 760; ID., *I titoli di debito*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 6), II, 1287; G. ZANARONE, *sub art. 2483*, in *Della società a responsabilità limitata*, II, (nt. 3), 1767 ss.; A. PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercato dei capitali*, in *S.r.l. Commentario*, a cura di A.A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 996; U. MINNECI, *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 824 ss.

⁸⁹ La tecnologia a registri distribuiti non si propone quale nuovo regime diverso ed ulteriore rispetto a quelli al portatore o nominativo, rappresentandone piuttosto un adattamento rispetto all'evoluzione tecnica: così come avvenuto con l'avvento della dematerializzazione nel 1998, l'unica differenza essenziale tra le due leggi circolatorie continuerà a risiedere, per l'emittente, nell'anonimato del titolare nel caso di titoli al portatore. Sul punto, anche per gli opportuni riferimenti bibliografici al dibattito dottrinario, v. F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (nt. 3), 2020, 212 ss.; P. MARANO, *La circolazione delle azioni dematerializzate e la disciplina dei mercati*, Milano, Giuffrè, 2013, 112 ss., 122 ss.

⁹⁰ La previsione in questione, peraltro, si applica anche ai «titoli di debito diversi» (art. 12, quarto comma, d.l. n. 25/2023), riferendosi probabilmente ai «titoli simili alle obbligazioni» (c.d. *minibond*) emessi da società definite in negativo come «non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, diverse dalle banche e dalle micro-imprese» di cui all'art. 32, diciannovesimo comma ss., d.l. n. 83/2012 e dei quali andranno probabilmente poste in adeguata evidenza le eventuali clausole di partecipazione

prezzabile e corrobora il ruolo pubblicitario trasversalmente riconosciuto al registro digitale.

In secondo luogo, si riscontra nell'art. 28, primo comma, lett. *a-bis*), d.l. n. 25/2023 una delega regolamentare alla Consob finalizzata ad “includere nell'ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto quelli di cui all'articolo 1, comma 1-*bis*, lett. *c*), t.u.f. e le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile”.

Forse anche a causa dei numerosi dubbi di conformità rispetto al diritto europeo (nel quale la sperimentazione non ricomprendeva le quote di s.r.l. tra gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o registrati da un'infrastruttura di mercato DLT) e di legittimità costituzionale della delega in questione⁹¹, la Con-

agli utili e di postergazione nelle perdite. In merito a tali strumenti e ad altri la cui applicazione è maggiormente circoscritta, per maggiori approfondimenti, v. *ex multis*, G. ZANARONE, (nt. 4), 350 ss., 374 ss.

⁹¹ Sembra in primo luogo lecito dubitare che sussistessero i presupposti di straordinaria necessità ed urgenza richiesti dall'art. 77, secondo comma, Cost., quanto meno in relazione all'inserimento nell'ambito del decreto legge di una delega ad un'autorità amministrativa indipendente: a prescindere da ogni valutazione sull'esigenza di conformare l'ordinamento italiano al Regime Pilota (peraltro circoscritta alla sola necessità di adeguare la nozione di strumento finanziario a quella consegnata al nuovo testo dell'art. 4, par. 1, n. 15), MiFiD II: art. 18 Regime Pilota), o la disciplina introdotta dal decreto legge era sufficiente a fronteggiare la situazione di straordinaria necessità ed urgenza che imponeva di provvedere, ovvero la presenza di una delega indispensabile alla sua integrazione ed operatività in qualche misura avrebbe tradito il difetto di tali presupposti (una situazione per certi versi analoga potrebbe essere riscontrata nella singolare vicenda legislativa che ha portato all'introduzione della composizione negoziata della crisi per mezzo del d.l. n. 118/2021, che a sua volta delegava la definizione di aspetti centrali per il suo funzionamento ad un decreto dirigenziale del ministero della giustizia: art. 3, secondo comma, d.l. cit.). In secondo luogo, la delega in questione risultava del tutto sprovvista di criteri e di indirizzi attuativi, così impedendo uno scrutinio della rispondenza dell'attività normativa delegata rispetto ai principi ed ai criteri di delega. Invero, se (salva la decretazione d'urgenza) al governo può essere attribuita la funzione legislativa solo attraverso il noto strumento della delegazione ex art. 76 Cost. con predefinizione di principi e criteri direttivi, in relazione ad un oggetto definito e per un tempo limitato, sfugge come sia possibile affidare ad un'autorità amministrativa indipendente il potere di produrre regole al di fuori dell'indispensabile delimitazione di tale potestà. In terzo luogo, l'insolita traiettoria della delega affidata per decreto legge dal governo stesso direttamente ad un'autorità amministrativa indipendente estrometteva completamente tale vicenda nomopoietica dal circuito democratico e se anche la prassi dell'adozione di regolamenti di delegificazione si è ormai largamente discostata dal rispetto dell'art. 17, secondo comma, l. n. 400/1988, non pare consentito spingersi sino al punto di investire di tale potere un'autorità amministrativa (e basti considerare che secondo la Corte costituzionale – sent. n. 104/2017, in *Quad. cost.*, 2017, 633 ss., con nota di B.G. MATTARELLA ed *ivi*, 636 ss., con nota di A. ALBERTI, nonché in *Giur. cost.*, 2017, 1091 ss., con nota di G. TARLI BARBIERI – non è possibile che il governo, chiamato collegialmente all'attuazione di una delega legislativa, vi provveda attribuendo ad un singolo ministero una delega regolamentare). Da ultimo, la delega in questione appa-

sob, come in precedenza ricordato, ha scelto di non dare seguito alla delega ricevuta sul punto.

Il regolamento Consob 22923/2023, infatti, non opera nel suo preambolo alcun rinvio alla previsione che avrebbe consentito di includere le quote di partecipazione di s.r.l. nell'ambito della disciplina della circolazione digitale, né introduce alcuna disposizione ad esse dedicata, ma, con abdicazione implicita all'attuazione di ampia parte della delega, esso è dedicato esclusivamente a disciplinare l'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale.

Vi è poi un ulteriore e significativo profilo sostanziale che emerge all'esito di una ricomposizione di vari frammenti normativi presenti nella trama del d.l. n. 25/2023: si desume, infatti, che ad una s.r.l. è precluso divenire un responsabile del registro. Essa, pertanto, non può mai internalizzare la gestione delle vicende circolatorie dei titoli di debito (mancando la possibilità di "digitalizzare" le quote di partecipazione). Invero, nonostante a prima vista sembri che oltre alle banche, ai CSD ed altri intermediari finanziari possano essere ammessi a svolgere il ruolo di responsabile del registro anche altri emittenti "ordinari" con sede legale in Italia (e sia pure esclusivamente con riferimento a strumenti digitali emessi dagli stessi: art. 19, primo comma, lett. c) e d), d.l. n. 25/2023), in realtà, per poter rivestire tale qualifica occorre essere una s.p.a.⁹² dotata di un capitale sociale pari ad almeno 150.000 € e rispettare una serie di ulteriori requisiti (artt. 20, quarto comma, lett. a)-d); 24, terzo comma, d.l. n. 25/2023)⁹³.

5.3. *Cenni alla possibile digitalizzazione delle quote di partecipazione.*

La traiettoria divergente che dal 1993 ha prima allontanato e poi nel 2009 più incisivamente distaccato dalle s.r.l. (e solo da esse, tra tutte le società) la funzione

riva altresì violativa delle forme e delle procedure che reggono il corretto espletamento di una delega regolamentare (pur latamente intesa) nella misura in cui la sua attuazione avrebbe necessariamente inciso su fonti di legge di rango primario, ovvero sia le citate disposizioni codicistiche che tuttora regolano configurazione e circolazione volontaria e coattiva delle quote di partecipazione di s.r.l.

Valga nuovamente sul punto il richiamo alle riflessioni critiche sul ricorso alla decretazione d'urgenza ed alle fonti secondarie (peraltro combinato nel d.l. n. 25/2023) di G. ZANARONE, (nt. 4), 771 ss., ove anche per i riferimenti bibliografici.

⁹² E salta allora all'occhio una genetica incongruenza del testo normativo che, da un lato, avrebbe aperto una possibilità di ammissione al suo interno delle quote di partecipazione di s.r.l., mentre, dall'altro, impediva che tali società potessero mai rendersi responsabili del proprio registro per la circolazione digitale.

⁹³ Per limitarci ad un solo esempio, tali requisiti superano sensibilmente quelli richiesti almeno ad un altro degli operatori contemplati ai fini della possibilità di essere ammessi allo svolgimento dell'attività di responsabile del registro, ossia gli *istituti di pagamento*, che per poter ottenere l'autorizzazione allo svolgimento della rispettiva attività riservata sottostanno a requisiti meno stringenti e possono rivestire anche la veste di s.r.l. (cfr. art. 114-*novies* t.u.b. e Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica della Banca d'Italia, sez. II ss.).

di controllo sulla compagine sociale e sulla circolazione delle partecipazioni non viene dunque alterata ed anzi, sembra che la (resistibile) esigenza di “canalizzazione” presso il registro delle imprese conservi la sua simbolica centralità, anche a fronte dell’affiancamento alla disciplina codicistica del regime intermediato di cui all’art. 100-ter t.u.f. e della sua espansione. Tuttavia, se l’innegabile istanza di ordine pubblico che pionieristicamente informava la legge “Mancino” ai fini del contrasto del reimpiego di proventi di attività illecite non è rinunciabile o derogabile⁹⁴, non è affatto detto che per le s.r.l. essa possa essere soddisfatta solo per tramite dell’attuale assetto normativo⁹⁵, il quale, peraltro, è stato da ultimo ulteriormente sbilanciato dalla soppressione del libro dei soci in queste società in un’ottica di malintesa “semplificazione” e risparmio di spesa.

Ora che la prevenzione (e la repressione) del riciclaggio dei proventi di attività criminali informa di sé il nostro ordinamento e quello della maggior parte degli stati occidentali con un apparato disciplinare imponente ed in costante evoluzione incentrato sui doveri di verifica e segnalazione gravanti sui vari “intermediari”⁹⁶, non è affatto detto che il registro delle imprese rappresenti ancora un insostituibile presidio di trasparenza funzionale all’esigenza di contrastare l’illecita circolazione della ricchezza ed a assicurare al contempo la certezza dei traffici.

Queste basilari esigenze, peraltro, sono state già state disattese con il macchinoso regime circolatorio delle partecipazioni di s.r.l. introdotto nell’art. 100-ter t.u.f., il quale, nel controverso tentativo di facilitarne il trasferimento per stimolare la formazione di mercati secondari, non assicura in alcun modo la trasparenza delle informazioni sulla compagine sociale di una s.r.l. e la conoscibilità dell’identità dei soci⁹⁷. Viceversa, esse avrebbero potuto trovare una sistemazione ed

⁹⁴ Per una ricostruzione degli interventi riformatori realizzati tra il 2008 ed il 2014 incentrata sulla sottolineatura delle finalità pubblicistiche già risalenti alla l. n. 310/1993 e la connessa esclusione della possibilità di reintrodurre il libro dei soci su base volontaria nelle s.r.l., v. F. MURINO, *Circolazione della quota, legittimazioni e autonomia privata nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2017, 41 ss., 89 ss.

⁹⁵ Diversamente, N. DE LUCA, *Circolazione*, (nt. 83), 1152 s., sostiene che «è proprio tale connotazione della disciplina delle partecipazioni delle s.r.l. ad impedire non solo la sostituzione del sistema vigente, ma anche l’integrazione con la tecnologia DLT» e ne esclude altresì la compatibilità con il regime di cui all’art. 100-ter t.u.f.

⁹⁶ Tra cui vanno annoverati tutti i soggetti che in Italia possono essere autorizzati allo svolgimento dell’attività di responsabile del registro (in ragione della loro natura di intermediari bancari e finanziari: art. 3, secondo comma, d.lgs. n. 231/2007) ed anche altri operatori che, diversi dai primi, prestano servizi di custodia (*wallet providers*) delle chiavi crittografiche (art. 1, secondo comma, lett. ff-bis), d.l. n. 231/2007). Per l’indicazione di possibili riforme, v. *supra*, sub nt. 86.

⁹⁷ Significativamente V. DE STASIO, G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia del trasferimento. Espropriazione della partecipazione*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 400, sottolineano che «la circolazione prescinde dall’esistenza di un effettivo “mercato” ove accedano più intermediari e dal coinvolgimento di un soggetto terzo “gestore centrale”».

Il punto dolente dell’inconoscibilità dei soci è invece ben colto ed analizzato da M. CIAN, *L’instestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*,

una garanzia soddisfacente per tramite di una ponderata opzione legislativa a favore dell'adozione della DLT quale nuovo strumento di circolazione delle quote di partecipazione di s.r.l.⁹⁸.

Oltre a ciò, una simile scelta avrebbe effettivamente comportato l'introduzione di una legge circolatoria autenticamente *corporativa*, cosa che il regime alternativo ex art. 100-ter t.u.f. non può aspirare ad essere, dal momento che la sua applicazione deriva da una scelta *individuale* dell'investitore che decida di avvalersene (art. 100-ter, secondo comma, lett. b), t.u.f.)⁹⁹, come anche il ritorno all'ordinario regime dell'art. 2470 c.c.: è evidente che ciò può generare all'interno della medesima un indistinto, temporalmente incerto ed limitatamente governabile¹⁰⁰ amalgama di regole circolatorie diverse applicabili su base soggettiva e senza che i potenziali investitori possano avere dall'esterno un'informazione univoca in proposito, dato che ciò non risulterà con immediatezza dal registro delle imprese. Quale che sia la latitudine applicativa che s'intende riconoscere al sistema circolatorio alternativo disegnato dall'art. 100-ter t.u.f., diviene dunque inevitabile concludere nel senso dell'inadeguatezza (o comunque, della precarietà) di una regola che poggia su volizioni individuali rispetto al fine di contribuire a formare mercati secondari delle partecipazioni di s.r.l.

in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1267 ss., cui *adde*, P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Start up e P.M.I. innovative*, (nt. 9), 389 ss., 393 ss. Per ulteriori riferimenti, cfr. A. LAUDONIO, (nt. 12), 1290 ss., ove anche il rilievo per cui «la difficoltà di conoscere per certo ed immediatamente l'identità dei soci genera un'ulteriore ed ancor più serio fattore impeditivo per la formazione di mercati secondari delle quote di s.r.l. PMI: in effetti, stante anche il fatto che esse non sono quotate su alcun mercato regolamentato, l'interrogativo su come reperire un potenziale (ed effettivo) venditore non è affatto scontato».

⁹⁸ Aperture – tendenzialmente *de lege ferenda* – all'ipotesi che le s.r.l. siano rappresentate e circolino grazie alla DLT sono presenti in M. SCIUTO, (nt. 43) 574 ss.; S. CORSO, (nt. 19), 55 ss., 168 ss.

⁹⁹ Questa norma può essere accostata a quella dell'art. 2354, primo comma, c.c. solo nella misura in cui entrambe rimettono al socio la determinazione circa la disciplina circolatoria applicabile ai titoli azionari emessi in suo favore. Tale scelta, ad ogni modo, è sostanzialmente preclusa nelle s.p.a., i cui titoli devono essere nominativi (salvo limitate eccezioni) per effetto di leggi speciali anteriori allo stesso codice civile (art. 1 r.d.l. n. 1148/1941).

¹⁰⁰ Avvenuta l'emissione, non sembra che all'emittente sia data la possibilità di intervenire sulle scelte dei soci che intendano aderire o meno alla tecnica intermediata dell'art. 100-ter t.u.f., predefinendo una disciplina che consenta di irreggimentare le loro inclinazioni individuali. Ciononostante, si può argomentare in favore di un'interpretazione analogica di quella parte dell'art. 2354, primo comma, c.c. che consente di limitare statutariamente le scelte dei soci tra le tecniche circolatorie ivi contemplate: se una simile restrizione può valere per le s.p.a., consentendo loro di stabilizzare i regimi di circolazione e sottraendoli all'arbitrio dei soci, pare che possa essere impiegata anche dalle s.r.l. che intendano prevenire la scelta di cui all'art. 100-ter, secondo comma, lett. b), t.u.f., e così vincolare i propri soci all'adozione del regime intermedio ex art. 100-ter t.u.f.: sarebbero così legittimate quelle previsioni statutarie che impongano a tutti i soci di effettuare l'opzione per il regime art. 100-ter t.u.f. e di mantenerla sino a che la società non stabilisca di ricorrere ad una diversa regola di trasferimento.

Un'ipotetica estensione alle partecipazioni di s.r.l. della circolazione digitale ai sensi del d.l. n. 25/2023, pertanto, non solo avrebbe il merito di stabilizzare e rendere uniforme il loro trasferimento, ma la sua adozione dovrebbe passare per una deliberazione modificativa dello statuto (eventualmente legittimando il recesso di chi non vi concorra, in applicazione analogica dell'art. 2437, secondo comma, lett. b), c.c.). Conforto a questa illazione proviene dalla previsione dell'art. 15, primo comma, d.l. n. 25/2023 secondo cui «l'emittente può deliberare un mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali appartenenti alla *medesima emissione*»: resta così confermato che la circolazione digitale è (o, meglio, aspira ad essere) un regime *corporativo* e quindi sottratto alle oscillazioni delle volontà individuali dei soci e che esso investe l'*insieme* degli strumenti compresi in ogni emissione (da intendersi nel senso che è comprensivo dell'intera categoria di strumenti aventi determinate caratteristiche, a prescindere dal fatto che siano stati emessi *uno actu* o meno)¹⁰¹. Ciò scongiura la possibilità che per volontà dell'emittente o dei singoli titolari si possa generare una pluralità di leggi circolatorie contestualmente applicabili in relazione agli strumenti compresi in un'emissione, un'indesiderabile babele traslativa che, ancora una volta, potrebbe contrastare con la piana operatività del mercato.

I contenuti della delibera sarebbero pubblicizzati attraverso il registro delle imprese e, continuando ad integrare in via d'ipotesi il d.l. n. 25/2023, i termini e le condizioni inerenti a ciascuna emissione dovrebbero altresì essere resi disponibili in forma elettronica (arg. ex art. 12 d.l. n. 25/2023). Oltre a ciò, qualora l'emissione non sia realizzata su un SS DLT o su un TSS DLT, si dovrebbe prevedere l'allestimento di una sorta di rete di sicurezza, consistente nella predisposizione di una strategia di transizione (art. 14 d.l. n. 25/2023), per il caso in cui le scritturazioni debbano essere trasferite da un registro a un altro o per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali allorché un altro registro non sia disponibile.

Resterebbero invariate le previsioni attinenti all'esercizio delle prerogative di carattere amministrativo e patrimoniale, le quali, come già segnalato, incongruamente richiedono la fissazione di una *record date* (artt. 7 e 8 d.l. n. 25/2023), ma nel suo complesso nulla impone che le quote di partecipazione “digitalizzate” siano standardizzate.

Benché nel d.l. n. 25/2023 ciò non sia stato considerato (in ragione della naturale standardizzazione degli strumenti ammessi alla circolazione digitale), la tecnologia DLT è in grado di accomodare al suo interno e di fornire adeguata rappresentazione anche alle “ordinarie” quote partecipative di s.r.l. Il fatto che il valore

¹⁰¹ Ciò è coerentemente ribadito anche nella norma in cui si consente la conversione al regime digitale di strumenti finanziari originariamente soggetti a un diverso regime di circolazione «purché lo statuto, o i termini e le condizioni di emissione, lo consentano e siano oggetto di conversione *tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla medesima emissione*» (art. 15, secondo comma, d.l. n. 25/2023).

di ciascuna possa essere diverso non è precluso da alcuna limitazione tecnica, né da previsioni legali ed anzi potrebbe essere indirettamente confermato dalla norma che ai fini della loro dematerializzazione esige che le quote siano di “eguale valore e conferenti eguali diritti” (art. 3, primo comma, legge “Capitali”, aggiuntivo di un comma 2-*bis* all’art. 26 d.l. n. 179/2012). Inoltre, tale circostanza può non essere d’impedimento alla formazione di un mercato sufficientemente liquido se si concede che tali quote possano essere veicolate – tra le altre modalità consentite dalla DLT – da *non fungible tokens*¹⁰² suscettibili di ulteriore frazionamento¹⁰³ in particelle omogenee o meno (eventualmente stabilendo altresì quale sia la frazione minima), il che pare essere ammesso – seppure (ancora) non regolato – a livello eurounitario, secondo il cui incerto fraseggiare «le frazioni di una cripto-attività unica e non fungibile non dovrebbero essere considerate uniche e non fungibili. L’emissione di cripto-attività come token non fungibili in un’ampia serie o raccolta dovrebbe essere considerata un indicatore della loro fungibilità» (considerando n. 11 reg. MiCA).

La suggerita frazionabilità dei *tokens* rappresentativi di quote di partecipazione¹⁰⁴, per altro verso, risulterebbe armonica con la loro naturale divisibilità e sarebbe più rispettosa dell’identità tipologica delle s.r.l., che potrebbero continuare ad essere dotate di quote “personalizzate” (nella loro misura rispetto alla partecipazione dei soci¹⁰⁵ o nei diritti in esse inclusi) ed al contempo avviarsi con ap-

¹⁰² Si condivide sul punto il pensiero di M. ONZA, (nt. 65), 10, a parere del quale «non potrebbe escludersi una rappresentazione “digitale”, in token, di (diritti e obblighi derivanti da) *partecipazioni sociali* che non siano normativamente riconducibili agli “strumenti finanziari” e neppure alle cripto-attività soggette al MiCA: in una parola, *partecipazioni sociali “NFT” che sfuggono anche alla regolamentazione, domestica ed europea, del “regime pilota”*».

¹⁰³ Compatibile con la naturale divisibilità della quota partecipativa di s.r.l. (sostenuta dalla dottrina maggioritaria: P. REVIGLIONE, *sub* art. 2468, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, (nt. 35), II, 1815 s.; G. ZANARONE, (nt. 3), 514; S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*², Torino, Giappichelli, 2020, 102 s.; M. CIAN, “Unitarietà” e “disgregabilità” delle partecipazioni di s.r.l. nelle vicende organizzative, in *Giur. comm.*, 2021, I, 398 ss., il quale approfondisce poi l’analisi in relazione ai diritti ed alle vicende che possono essere interessati dal frazionamento; M. SCIUTO, (nt. 43), 566 ss.; A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, (nt. 6), 229; per una posizione gradata, cfr. L. DI NELLA, *sub* art. 2468, in *S.r.l. Commentario*, (nt. 87), 276 ss.), che si direbbe anzi essenziale nell’ambito delle s.r.l. che si aprano al mercato dei capitali (nel senso dell’implicita presenza di una previsione che consenta la divisibilità della partecipazione in questo caso: G. SANTONI, (nt. 29), 106).

¹⁰⁴ Che non si crede possa comunque spingersi a legittimare una dissociazione tra i diritti sociali e la partecipazione stessa: in tal senso, cfr. le attente considerazioni di M. SCIUTO, (nt. 43), 471 ss.

¹⁰⁵ Sottolinea opportunamente M. SCIUTO, (nt. 43), 547, che non «si registra un vincolo di ordine quantitativo – cioè di standardizzazione in unità partecipative di uguale “peso” – nella conformazione delle quote offerte al pubblico». Si segnalano altresì nella medesima opera le ulteriori considerazioni a p. 554 ss. Si veda altresì M. CIAN, (nt. 6), 831 s., per il quale «la standardizzazione, se è legittima, non è peraltro verosimilmente necessaria; nulla pare impedire all’atto costitutivo di limitarsi a preconstituire

prezzabile gradualità su un percorso di crescita e di apertura ai mercati¹⁰⁶. Semmai una simile disciplina della rappresentazione e circolazione delle quote di partecipazione di s.r.l. fosse così introdotta, sarebbe infine rispecchiata un'ulteriore e fondamentale differenza rispetto alle s.p.a.: si tratta della circostanza per cui la decisione in merito alla divisione delle partecipazioni nelle s.r.l. ha carattere *individuale* (e si lega alla realizzazione del momento traslativo), mentre nelle s.p.a., al fine di superare l'essenziale caratteristica della indivisibilità dei titoli azionari (art. 2347 c.c.), si richiede una modifica statutaria che ne determini il frazionamento (e quindi una decisione *corporativa*).

Tutto ciò consentirebbe di sfruttare utilmente le caratteristiche della DLT adattandola alle peculiarità delle quote di partecipazione di s.r.l., anziché “appiattare” queste ultime sul paradigma delle azioni e dei loro predicati, con il rischio di travalicare surrettiziamente (ciò che resta de)i limiti che separano tipologicamente la s.r.l. dalla s.p.a.¹⁰⁷. Si sarebbe altresì ottenuto un sistema in grado di dare eviden-

l'aliquota di capitale complessivamente espressa dalle quote di categoria e di assegnare quote di entità diversa ai primi sottoscrittori, lasciando che poi il numero e la dimensione delle medesime possano variare in ragione delle vicende circolatorie successive. [...] In prospettiva, la quota potrebbe altresì suddividersi, per effetto di cessioni parziali, parcellizzando il diritto diverso tra le frazioni».

¹⁰⁶ Si sottoscrive ancora l'interpretazione di M. SCIUTO, (nt. 43), 536 ss., che argomenta: «La stessa possibilità di offrire al pubblico quote di s.r.l., come sopra visto, “nasce” e viene configurata, già a livello codicistico, come relazionabile – e quindi astrattamente compatibile, e proprio per questo vietata – con la “classica” [...] conformazione personalistica, unitaria e non standardizzata, della quota di s.r.l., quale modalità partecipativa dichiaratamente alternativa ed incompatibile con quella azionaria; sicché la parziale rimozione del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l., non significa presupporre una conformazione diversa da quella già espressa dal Codice Civile» e inoltre «la possibilità di emettere “categorie di quote” [...] di per sé implica una necessaria omogeneità di contenuto di una pluralità di partecipazioni, e diversità di tale contenuto rispetto a quello di altre [...]»; ma ciò – si badi – in espressa deroga non già [al] divieto di strutturare le quote come azioni previsto dal primo comma dell'art. 2468, c.c., quanto piuttosto [...] quale mera tecnica alternativa a quest'ultima, al fine di differenziare il contenuto delle partecipazioni sociali». Convincente anche la riflessione di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 848 s., formulata in relazione alle s.r.l. P.M.I., ma estendibile a tutte le s.r.l., secondo cui «La circostanza [...] che vi siano quote di una medesima categoria, qualificata da diritti diversi (ad esempio, il diritto a un dividendo minimo prioritariamente pagato), ciascuna individualizzata, e quindi di misura diversa, rispetto alle altre non pone alcun ostacolo al regolare funzionamento della categoria. Quest'ultima è costituita dall'intero (riferito alla complessiva categoria) e ciascuna quota sarà parametrata in termini percentuali rispetto all'intero. Inoltre la standardizzazione non è indispensabile neanche ai fini dell'offerta al pubblico. Tale offerta può realizzarsi consentendo la sottoscrizione di quote di ammontare esattamente identico alla misura dell'investimento reso disponibile da ciascun destinatario, prestandosi anzi meglio a venire incontro alle esigenze del mercato. Infine in sede di circolazione successiva, ciascuna quota potrà essere ulteriormente frazionata, salva disposizione dell'atto costitutivo in senso contrario alla divisibilità, disposizione che peraltro sarebbe poco coerente con l'apertura al mercato dei capitali. Anche l'accrescimento della quota non è impedito dalla mancanza di standardizzazione. Lo stesso socio che incrementi la misura della propria partecipazione disporrà con ciò di una quota di maggiori dimensioni percentuali, appartenente alla relativa categoria».

¹⁰⁷ In buona misura travolti dalla sottoponibilità alla circolazione scritturale *ex artt. 83-bis ss.*

za alle posizioni di titolarità ed ai relativi trasferimenti ed agevolativo rispetto all'esercizio dei diritti sociali, caratterizzato dalla stabilità, dalla trasparenza e dalla verificabilità, e, di conseguenza, osservante delle finalità pubblicistiche che si è ritenuto presidino in particolare la circolazione di queste partecipazioni sociali. Resterebbe da valutare se esso debba essere necessariamente esternalizzato, ovvero se, in presenza di determinati controlli esterni o di determinati parametri qualitativi, possa essere internalizzato dagli emittenti stessi, così consentendo un abbattimento dei prevedibili costi operativi che potrebbero disincentivarne l'adozione, ma a questo punto deve arrestarsi il discorso sul possibile per tornare all'attualità del diritto.

6. La circolazione delle quote di s.r.l.-PMI in regime di dematerializzazione prevista nella legge “capitali”.

Ricollegandoci a quanto appena finito di rilevare con riguardo ad un futuribile regime circolatorio a registri distribuiti delle partecipazioni di s.r.l., pare che sia anzitutto un problema di onerosità economica ed organizzativa quello che, ad avviso di chi scrive, dissuaderà queste società dal valersi della facoltà di ricorrere al diverso regime della dematerializzazione, oggi contemplato dall'art. 3 legge “capitali”, il quale, introducendo un comma 2-*bis* all'art. 26 d.l. n. 179/2012, permetterà alle s.r.l. PMI di assoggettare “le quote appartenenti alle categorie del comma 2, aventi eguale valore e conferenti uguali diritti, delle società di cui al medesimo comma” alla “forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-*bis* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58”.

Ci si può in effetti interrogare su quale sia il vantaggio che una s.r.l. in fase di crescita e di apertura al mercato possa ricavare dalla dematerializzazione “forte” delle proprie partecipazioni che non possa essere attinto – e forse con minor esborso – ricorrendo ad altri canali di raccolta del capitale (di rischio o di debito)¹⁰⁸. Oltretutto, benché elevate, le soglie che identificano le s.r.l. PMI ne lascia-

t.u.f. delle quote di s.r.l. realizzata attraverso l'art. 3 legge “capitali”, di cui si dirà nel paragrafo successivo.

¹⁰⁸ In effetti, non si può nascondere che l'applicazione a termini invariati della dematerializzazione alle s.r.l. PMI sembra altresì travisare il canone del *think small first*, formulato nella raccomandazione UE nota come *Small Business Act* (COM(2008) 394 final), e secondo il quale «essere favorevole alle PMI deve divenire politicamente normale, in base alla convinzione che le regole devono rispettare la maggioranza di coloro che le usano: ecco il principio “Pensare anzitutto in piccolo” (Think Small First). Lo “Small Business Act” mira perciò a migliorare l'approccio politico globale allo spirito imprenditoriale, ad ancorare irreversibilmente il principio “Pensare anzitutto in piccolo” nei processi decisionali – dalla formulazione delle norme al pubblico servizio – e a promuovere la crescita delle PMI aiutandole ad affrontare i problemi che continuano a ostacolarne lo sviluppo».

no fuori una ridotta percentuale, che probabilmente è quella meglio attrezzata in termini organizzativi ed economico-finanziari e potrebbe altresì aver interesse ad optare per tale regime circolatorio al fine, per così dire, di “mettere il piede nell’acqua” in vista dell’accesso a *trading venues* che impongano la standardizzazione e la dematerializzazione degli strumenti negoziati ¹⁰⁹.

Rispetto, poi, ad altri interventi settoriali che hanno variamente trasfigurato le s.r.l. negli ultimi anni, non è fuori luogo sottolineare l’inconsapevolezza del legislatore che è intervenuto sulla materia, se solo si osserva che nel dossier n. 94/3 di accompagnamento al d.d.l. AS n. 674 (da cui è scaturita la l. n. 21/2024) si leggono surreali considerazioni intorno all’«eliminazione del certificato fisico che rappresenta la proprietà del titolo» o alla circostanza che «i risparmiatori non rischiano di subire il furto dei propri titoli oppure di entrare in possesso di titoli falsi e al contempo gli emittenti risparmiano i costi di stampa», ovvero che «a livello di sistema, si riducono i costi di movimentazione (conseguente all’avvicendamento della proprietà) dei titoli», o, ancora che «il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale alla scadenza non sono più legati alla presentazione dei titoli, poiché avvengono con accrediti sui conti bancari e sui conti detenuti dagli emittenti presso la società di gestione accentrata».

Ferma restando la macroscopica erroneità di questi enunciati, non pare viceversa in sé criticabile l’accostamento della “dematerializzazione” alle quote di s.r.l.: se della forma scritturale regolata all’interno degli artt. 83-*bis* ss. t.u.f. si assume come centrale il fatto che essa contempra il funzionamento di un complesso sistema di rappresentazione e circolazione (pluri)intermediata delle “unità” che vi sono sottoposte, la circostanza che tali unità siano sprovviste di una qualsivoglia materialità anteriormente al loro assoggettamento (come è per le partecipazioni di s.r.l.) può essere degradata a livello di un’inelegante, seppur innocua, *contradictio in adiecto*.

Ciò che conta è che la dematerializzazione dev’essere intesa come la designazione sintetica e convenzionale di una complessa trama di operatori che, intervenendo in vari ruoli nel ciclo di emissione e trasferimento delle “entità” ad essa sottoposte, ne consentono la venuta ad esistenza mediante l’iscrizione in conti (unica ed insostituibile forma espressiva) e ne rendono possibile la circolazione attraverso la variazione dei saldi di questi conti. Se essa è nata in risposta all’esigenza di azzerare «la manipolazione di masse cartacee sempre più imponenti» ¹¹⁰, nulla impedi-

¹⁰⁹ Rispetto all’estromissione delle “grandi” s.r.l. dall’accesso al regime scritturale si potrebbero ovviamente adombrare dubbi di legittimità costituzionale (*ex* artt. 3, secondo comma e 41 Cost.) in ragione della loro ingiustificata pretermissione rispetto ad esigenze di ulteriore sviluppo o di agevolazione rispetto all’accesso al mercato dei capitali certo non diverse (né minusvalenti) rispetto a quelle delle s.r.l. PMI. Circa le analoghe sperequazioni poste dai regimi speciali riservati alle s.r.l. *start-up* innovative ed alle s.r.l. PMI, v. *amplius* G. ZANARONE, (nt. 4), 561 ss., 798 ss.

¹¹⁰ Il testo virgolettato appartiene a P. SPADA, (nt. 30), 128.

sce che possa essere impiegata per rappresentare e movimentare anche le partecipazioni di s.r.l., dato che il suo aspetto essenziale è appunto l'accentramento dell'intermediazione¹¹¹, rispetto al quale, per vero, le quote di s.r.l. non sono del tutto estranee, provenendo dall'accentramento presso il registro delle imprese¹¹².

Superata questa precisazione, non resta che tentare di affrontare alcuni nodi problematici alla luce di quanto emerge dal testo della legge “capitali” e dal suo coordinamento con le previsioni del t.u.f.

Un primo rilievo di portata generale che si può formulare attiene al “disallineamento” di tale precetto rispetto al complesso di previsioni dell'art. 83-*bis* t.u.f., nel quale l'adozione della forma scritturale per la rappresentazione e circolazione dei propri titoli è – in un disegno connotato da un'intrinseca progressività – oggetto di un obbligo per gli emittenti ammessi alla negoziazione in una sede italiana o di altro stato UE, oppure di una facoltà per gli altri emittenti “diversi”: per le s.r.l. PMI l'accesso alla dematerializzazione risulta dunque una possibilità, tuttavia non estesa a tutte le s.r.l. e, come detto, sorprendentemente, inaccessibile per le s.r.l. di maggiori dimensioni.

Non è peregrino allora chiedersi quale sia la sorte della s.r.l. PMI che, essendosi avvalsa di tale previsione asseritamente rivolta a favorirne la crescita, vada incontro ad un successo tale da superare i limiti oltre i quali non può più essere qualificata alla stregua di una PMI. In tal caso non si crede possibile riallacciare quei fili sistematici che hanno consentito ad un'attenta dottrina di pronunciarsi a favore dell'ultrattività delle categorie di quote nelle s.r.l. PMI che sfiorino il confine che le separa dalla “grande” s.r.l.¹¹³: la conseguenza è allora che queste s.r.l. (ex) PMI si troveranno di fronte all'alternativa tra la necessità di fuoriuscire (repentinamente) dall'ambiente intermediato della circolazione dematerializzata¹¹⁴ o di trasformarsi in una s.p.a. pur di conservare nella sovrapponibile veste azionaria le quote (già) dematerializzate¹¹⁵.

¹¹¹ V. *supra*, *sub* nt. 30.

¹¹² Parla di «informatizzazione centralizzata del libro dei soci di s.r.l.» F. MURINO, (nt. 94), 73 ss.

¹¹³ Si vedano le persuasive argomentazioni di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 849 s.

¹¹⁴ Non si crede infatti possibile applicare l'art. 34, quinto comma, Provvedimento unico sul *post-trading* Consob/Banca d'Italia recante la disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata, in virtù del quale «al cessare delle condizioni previste dai commi 1 e 2, gli strumenti finanziari permangono nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione ai sensi del comma 3, salva diversa determinazione dell'emittente». Il riferimento al terzo comma, invero, è inteso alla dematerializzazione su base volontaria, in ogni caso preclusa alle s.r.l. che non siano PMI.

¹¹⁵ Potendosi profilare «il rischio implicito del mancato raggiungimento di una maggioranza sufficiente a deliberare la trasformazione, con l'ineluttabilità della liquidazione della società per impossibilità di funzionamento dell'assemblea rispetto ad una decisione che a quel punto si renderebbe necessitata»: si adattano così al diverso contesto le acute considerazioni di N. CIOCCA, A. GUACCERO, (nt. 9), 849.

Il tutto per effetto di una previsione che, come detto, avrebbe dovuto essere funzionale alla loro crescita.

Tornando al riferimento alle categorie di quote di s.r.l. dell'art. 3 legge "capitali", esso consente al discorso sin qui svolto di riannodarsi al suo inizio, agli esordi delle s.r.l. "finanziariamente modificate": tali categorie sono quelle la cui creazione è stata inizialmente consentita alle *start-up* innovative e poi via via alle altre varianti, dalla portata soggettiva sempre più estesa, che ad esse sono seguite. Senza cedere all'irragionevole interpretazione per cui solo le categorie di quote "speciali" e non anche quelle "ordinarie", se aventi uguale valore e diritti, possono essere dematerializzate, pare possibile ricavare da questo enunciato una considerazione significativa: la standardizzazione è connaturata alla dematerializzazione.

L'accesso alla dematerializzazione impone conseguentemente alle s.r.l. per ragioni eminentemente tecniche di scandire le proprie partecipazioni sociali in frazioni omogenee per valore e pretese giuridiche veicolate (quanto meno per categorie), alla stessa stregua delle s.p.a.: le prime finiscono così per sovrapporsi alle seconde al termine di un accidentato percorso di avvicinamento¹¹⁶ in cui anche l'ultima tappa, ovvero il divieto di rappresentazione in azioni dell'art. 2468, primo comma, c.c., può dirsi con certezza ormai superata.

Tuttavia, una simile configurazione non sarebbe stata imprescindibile nell'ambiente DLT¹¹⁷ e – magari non consapevolmente – nemmeno nel d.l. n. 25/2023 e non si riesce a dare spiegazione del perché il legislatore abbia inteso accostare ai regimi esistenti anche l'accesso alla dematerializzazione, senza stabilire alcun raccordo (che pure sarebbe stato possibile), né attendere la conclusione del periodo di sperimentazione introdotto dal Regime Pilota per valutare l'opportunità di abbracciare a più ampio spettro la tecnologia a registri distribuiti ovvero accantonarla in favore della dematerializzazione.

Diviene così estremamente difficoltosa l'opera di ricomposizione del quadro sistematico in relazione al comma 2-*quater* che l'art. 3 della legge "capitali" ha introdotto nell'art. 26 d.l. n. 179/2012. Da un lato, infatti, si prevede l'obbligo di tenuta del libro dei soci per tutte le s.r.l. PMI che intendano ricorrere alla dematerializzazione delle proprie quote (con la prevedibile conseguenza, confermata dall'applicazione dell'art. 83-*undecies*, primo comma, t.u.f., che tale libro, sostanzialmente privo di funzione legittimante, svolgerà un ruolo informativo del tutto marginale, come già accade per le s.p.a. a cui si applica tale legge circolatoria).

¹¹⁶ L'espressione adoperata è ispirata al titolo di un articolo di O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.

¹¹⁷ In seno al quale, come si è in precedenza argomentato, sarebbe forse stato possibile preservare la specifica identità delle quote di partecipazione in s.r.l., tracciando al contempo una linea distintiva tra due leggi circolatorie altrimenti fortemente differenti sul piano funzionale nella prospettiva dell'emittente e dei soci.

Dall'altro lato, si riscontra la presenza di una norma dalla portata potenzialmente vastissima, poiché riferita alle “quote di partecipazione emesse in forma diversa da quella scritturale” senza alcuna ulteriore specificazione, se non quella, per vero molto blanda, che si desume dal costante riferimento alle s.r.l. PMI. Questa regola, suscettibile di sottrarre all'applicazione dell'art. 2470 c.c. la circolazione delle quote di s.r.l. PMI, purché emesse in una qualunque forma diversa da quella scritturale, restituisce al libro dei soci il ruolo centrale ed esclusivo di identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, poiché in esso devono essere indicati “distintamente per ogni categoria, il nome dei soci, la partecipazione di spettanza di ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni nonché le variazioni nelle persone dei soci”. Il riferimento alla distinzione per categorie che dev'essere preservata nell'ambito del libro dei soci può essere ritenuto un obbligo ad attivazione eventuale, che insorge nel caso in cui, appunto, si sia voluto procedere all'emissione di tali categorie, restando altrimenti invariabilmente obbligatoria l'adozione del libro, il cui ruolo, peraltro, è insensibile alla sottostante forma e circolazione delle partecipazioni. Parrebbe inoltre irragionevole che affermare il libro debba essere istituito solo in relazione all'eventuale categorizzazione delle partecipazioni sociali, dal momento che l'esigenza di identificare i soci e legittimarli all'esercizio dei relativi diritti (salve le speciali e inderogabili forme previste nell'ambito della dematerializzazione), non insorge certo solo in tal caso.

Dato, poi, che alla s.r.l. non è stato consentito di rendersi “responsabile del registro” rispetto alle proprie partecipazioni, non si creeranno almeno per queste delle situazioni di possibile coesistenza di leggi circolatorie differenziate, ma il problema resta aperto per quanto riguarda i titoli di debito o di altri strumenti para-obbligazionari, rispetto ai quali non è previsto alcun collegamento per il passaggio da una forma rappresentativa all'altra. Stante l'assenza di dialogo tra gli intermediari, non è altresì possibile escludere ipotesi di emissioni con identiche caratteristiche (irregolarmente) sottoposte in parte alla circolazione digitale e in parte a quella dematerializzata.

Un ultimo accenno va fatto alla circostanza che la dematerializzazione non offre le medesime garanzie di trasparenza ed immediata verificabilità che si è detto possono essere proprie della DLT e che avrebbero in ipotesi reso tale tecnologia più compatibile con quei principi di ordine pubblico sottesi al regime “ordinario” di circolazione delle partecipazioni di s.r.l.: essa, anzi, per un verso va precisamente incontro a quello scollamento tra emittente e soci ben noto al legislatore europeo, che aveva già stigmatizzato l'eccessiva lunghezza delle catene di intermediari (considerando nn. 4-11 della dir. (UE) 2017/828, modificativa della precedente dir. 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti), senza apportare significativi miglioramenti alla situazione sostanziale¹¹⁸. Per altro verso, laddove si

¹¹⁸ Pur auspicati da N. ABRIANI, (nt. 76), 370 s., 375 s.

è optato di reinstaurare il libro dei soci per le partecipazioni non dematerializzate, si è effettuata una scelta che avrebbe necessitato un'attenta saldatura con i meccanismi pubblicitari presso il registro delle imprese (ed i relativi effetti disciplinati dal codice civile): questa congiunzione tuttavia è mancata e la problematica che ne deriva andrà probabilmente risolta nel senso della perdurante prevalenza del ruolo del registro. Oltre ai dubbi lasciati aperti sul rapporto tra le norme codicistiche ed il redivivo libro dei soci, non è d'altro canto neanche difficile immaginare quali possano essere le ripercussioni di tale eccentrica previsione sulla dispersa galassia delle s.r.l. (particolarmente su quelle non PMI e con titoli non dematerializzati) ed in specie l'impatto sul mai sopito dibattito sulla reintroduzione su base volontaria del libro dei soci e sulle relative funzioni.

7. Alla ricerca di un sistema dietro i diversi regimi alternativi di circolazione delle s.r.l.

Un famoso scrittore portoghese ha consegnato alle sue pagine la frase per cui *o caos è uma ordem por decifrar*¹¹⁹ e, seppure i testi normativi che si è sin qui studiato abbiano ben poco a che vedere con la letteratura, somministrano ugualmente all'interprete una consistente dose di disordine entro cui è particolarmente arduo intuire gli indizi di un possibile sistema.

Se in ognuno degli interventi in discussione è evidente l'aspirazione ad un potenziamento dei canali di accesso ai mercati dei capitali per le s.r.l., le motivazioni alla base di tale impulso restano però poco intelleggibili ed anche il progressivo sfaldamento degli ambiti soggettivi ed oggettivi di applicazione non consente di ricostruire *a posteriori* le ragioni alla base delle varie riforme.

Certa è la mancanza di rapporti reciproci tra l'uno e l'altro silos normativo e ciò imporrà agli sforzi dell'autonomia privata il difficile compito di prevenire gli effetti pregiudizievoli che si potrebbero verificare nel passaggio da un regime circolatorio all'altro. Il (forse prematuro) tentativo di tracciare una mappa potrebbe restare frustrato non tanto dal sopraggiungere di ulteriori novelle, quanto da una realtà operativa che potrebbe prendere strade diverse o, come accaduto con diverse opportunità schiuse sin dalla riforma del diritto societario del 2003, non prenderne nessuna, nel timore di perdersi in un labirinto che il legislatore ha costruito con – involontaria – acribia.

Non potendo rinunciare all'esperimento ricostruttivo, si può azzardare una sequenza per punti che possa non tanto ricreare artificialmente un ordine mancante, quanto fornire delle collocazioni approssimative (e rese tali anche dall'intrinseca qualità delle leggi in questione).

¹¹⁹ Si tratta della citazione apocrifa collocata in epigrafe al romanzo *O homem duplicado* di Jorge Saramago.

1) Il regime alternativo dell'art. 100-ter t.u.f. si accompagna ad un'offerta al pubblico di quote partecipative che può essere realizzata secondo una pluralità di modi; esso non richiede, né probabilmente è del tutto compatibile con la formazione di un mercato secondario, ma consente all'emittente di avere un primo riscontro in merito alla ricezione dell'offerta (e di fatto, il suo scarso impiego nella prassi sembra deporre in tal senso). Questo regime è compatibile con l'offerta di quote non standardizzate.

2) La circolazione digitale di cui al d.l. n. 25/2023 attinge largamente all'arsenale concettuale della dematerializzazione, ma concede qualche margine di flessibilità in più, che allo stato, però, non risulta accessibile per le s.r.l., in quanto esse potranno solo esternalizzare ad un responsabile del registro la gestione dell'emissione e dei trasferimenti di titoli di debito e di altri strumenti assimilati; la complessità del sistema potrebbe escludere di fatto gli emittenti meno strutturati, anche se la crescita del ricorso al mercato del capitale di debito negli ultimi anni da parte delle s.r.l. potrebbe lasciare ben sperare in ulteriori sviluppi. La DLT è astrattamente compatibile con l'emissione e la negoziazione di quote non standardizzate, ma attualmente le partecipazioni di s.r.l. non sono ricomprese tra gli strumenti assoggettabili a circolazione digitale.

3) La dematerializzazione estesa dalla legge "capitali" alle s.r.l. PMI, per la sua elevata onerosità, sarà verosimilmente accessibile soltanto ad emittenti che si collocano nella fascia più elevata di questa categoria ed a causa del suo ambito di applicazione soggettiva si potrebbe porre più come un ostacolo alla loro crescita, che non un incentivo. Le s.r.l. "mature" potenzialmente interessate potrebbero ritenere più prudente mutare complessivamente la loro struttura organizzativa trasformandosi in s.p.a. ed assoggettare facoltativamente le proprie azioni alla dematerializzazione¹²⁰. La dematerializzazione è compatibile esclusivamente con l'emissione e la negoziazione di partecipazioni standardizzate.

Sul punto, nella presente temperie di transizione tecnologica si può forse avviare una riflessione sul rapporto tra negoziabilità e standardizzazione, nell'ambito della quale interrogarsi sull'imprescindibilità di tale presupposto. Se esso, come pare, si è affermato in virtù delle tecniche che hanno nel tempo supportato il funzionamento dei mercati finanziari poiché maggiormente consentaneo con la ripetitiva automazione degli scambi, oggi per più di un motivo si potrebbe revoca-

¹²⁰ Non pare in effetti un caso che il legislatore tedesco abbia scelto di estendere il proprio regime sulla circolazione "elettronica" (inizialmente introdotto con la *Gesetz über elektronische Wertpapiere* del 3 giugno 2021 solo per i titoli obbligazionari al portatore) solo alle azioni in base ad una serie di modifiche mirate apportate dalla *Zukunftsfinanzierungsgesetz* all'*Aktiengesetz*. Per una prima informazione, v. S. OMLOR, *Elektronische Aktien nach dem Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in *RDi*, 2024, 19 ss. Ulteriori approfondimenti (in chiave critica) in F. MÖSLEIN, *Elektronische Aktien im Wertpapierrecht*, in *Kryptoaktien. Erweiterung des eWpG durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, her. v. F. MÖSLEIN, S. OMLOR, Tübingen, Mohr Siebeck, 2024, 93 ss.

re in dubbio la necessità di strumenti finanziari uniformi: anzitutto, basti considerare l'elevata duttilità della DLT e la sempre crescente capacità computazionale degli strumenti informatici, le quali sono perfettamente in grado di supportare, come di fatto supportano, la circolazione di strumenti(/tokens) non omogenei¹²¹. Secondariamente, non si deve neppure accentuare troppo il ruolo della standardizzazione dei titoli di massa, dal momento che l'operatività dei mercati si è fatta sempre più eclettica per raccogliere il maggior numero di ordini possibile e così agevolare la fluidità delle negoziazioni.

Maturato il convincimento che non manchino, né mancheranno strumenti tecnologici sempre più efficienti e veloci grazie a cui trasferire partecipazioni sociali ed altri strumenti finanziari, ci si potrebbe a questo punto chiedere perché queste nuove tecnologie non possano essere integrate nel sistema nel rispetto di un principio di proporzionalità: ciò esigerebbe il concepimento di una lineare progressione di leggi circolatorie, per consentire a compagini capitalistiche medio-piccole di mantenere al proprio interno (con qualche risparmio) una gestione più efficiente delle vicende traslative e condurle attraverso a vari stadi ad una graduale e strutturata apertura che approssimi gli emittenti diversi da quelli azionari a questi ultimi. Il percorso idealmente culminerebbe in una trasformazione resa il più possibile lineare e coerente verso la s.p.a., una transizione – questa – necessaria nell'ottica dell'accesso ai mercati regolamentati, limite ultimo dell'espansione delle s.r.l.

8. Uno sguardo al futuro: quale fisionomia per la s.r.l. come nuovo emittente digitale?

Com'è emerso dalle considerazioni che precedono, l'evoluzione più recente della disciplina delle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio sembra rendere per certi versi velleitario il tentativo di individuare una categoria trasversale di società aperte funzionale alla ricostruzione di uno statuto normativo comune.

Sul piano della disciplina di diritto dei mercati, non sembra riscontrabile la prospettazione di una disciplina uniforme per le società aperte che ricorrono al mercato del capitale di rischio, quanto piuttosto una differenziazione delle regole in funzione della sede di negoziazione e della tipologia degli strumenti finanziari

¹²¹ Alle più agevoli modalità di trasferimento delle partecipazioni si dovrà comunque associare un'accelerazione nel trasferimento (bancario) delle somme di denaro che a tali scambi si accompagna o, in mancanza, dovrà essere ammessa la regolazione monetaria degli scambi all'interno del registro distribuito stesso (come a livello europeo è allo stato previsto esclusivamente per i CSD che gestiscano SS DLT dall'art. 5, par. 8, Regime Pilota): è ovvia considerazione, d'altronde, che la DLT non potrà mai spiegare appieno il suo potenziale se il trasferimento dei corrispettivi non riuscirà ad essere altrettanto veloce di quello delle partecipazioni.

offerti e ciò anche con riferimento ai nuovi strumenti DLT e ai relativi mercati digitali, la cui disciplina *ad hoc*, è ancora sperimentale e modellata su paradigmi strutturali ed operativi per molti versi simili a quelli già noti.

Sotto questo profilo la s.r.l., mentre si candida a rivestire il ruolo di nuovo emittente con possibilità di offrire al pubblico le quote ed i titoli di debito in ambienti di negoziazione assai variegati e per certi aspetti innovativi, non pare riconducibile a nessuna delle tipologie di emittenti già noti, anche se sono evidenti le affinità con la categoria degli emittenti PMI, destinatari nel t.u.f. di un micro-sistema di regole che si completano e si integrano con quelle provenienti dai regolamenti di mercato e, in particolare, dai regolamenti dei mercati di crescita specializzati in emittenti di piccola e media dimensione.

Accanto ad essa viene delineandosi un nuovo sottotipo di emittente “digitale”, abilitato ad emettere e a collocare sulle infrastrutture di mercato DLT strumenti finanziari tokenizzati, con possibilità di prestare, alle condizioni stabilite nel regime di sperimentazione FinTech, anche una serie di servizi aggiuntivi: nella disciplina domestica, esso trova una configurazione peculiare culminante nella figura del responsabile del registro DLT, alla quale, peraltro, la s.r.l. non sembra avere accesso sulla base dei requisiti richiesti dal d.l. n. 25/2023, con il risultato che essa potrà sfruttare solo limitatamente le potenzialità offerte dalla tecnologia a registri distribuiti.

L’attuale architettura del sistema di disciplina degli emittenti strumenti finanziari destinati al mercato sembra quindi guardare ancora con una certa prudenza l’ingresso a pieno titolo della s.r.l. nella cerchia degli emittenti disciplinati dal t.u.f.

Tuttavia, le recenti modifiche all’art. 100-ter t.u.f. e la previsione in tema di dematerializzazione delle quote preludono, almeno nelle intenzioni, ad una futura dilatazione ed intensificazione della presenza della s.r.l. nei mercati dei capitali, sebbene a volte si abbia la sensazione che il legislatore predisponga un corredo di strumenti (si pensi, ad esempio, alla moltiplicazione dei regimi circolatori delle quote) senza piena consapevolezza dei potenziali mercati di riferimento e delle finalità degli interventi riformatori.

L’attuale incertezza sulla fisionomia della s.r.l. come emittente che si apre al mercato dei capitali si riflette poi inevitabilmente sulla disciplina di diritto societario, nella quale si riscontra la pressoché totale assenza di considerazione per le esigenze di una società abilitata ad effettuare una raccolta di capitali (di rischio e di debito) presso una platea di potenziali investitori anonimi.

Non si pongono attualmente, sul piano della tutela degli interessi generali del mercato, le stesse problematiche riscontrabili negli emittenti quotati o con titoli diffusi, ma resta comunque la necessità di un adeguamento della disciplina e della *governance* societaria per gestire la maggiore complessità derivante dall’apertura al mercato e dall’allargamento della compagine societaria.

Il disallineamento tra la fattispecie della s.r.l. aperta e la sua disciplina si ri-

scontra anzitutto, come si è osservato, in relazione alle previsioni che tuttora riservano alle sole s.r.l.-PMI la possibilità di creare categorie di quote standardizzate e di assoggettarle al regime di dematerializzazione. Al riguardo, esigenze di coerenza interna del sistema inducono, in prospettiva *de iure condendo*, ad auspicare la generalizzazione di tale disciplina a tutte le s.r.l.¹²², indipendentemente dal riferimento a requisiti dimensionali dell'impresa, che appaiono del tutto inconferenti quando sono in gioco profili che attengono alla struttura partecipativa della società e al regime di emissione e circolazione delle sue partecipazioni. Tali limiti, anzi, potrebbero rivelarsi ostativi rispetto agli obiettivi di crescita.

In alternativa, già *de iure condito*, sembra corretto accedere ad un'interpretazione funzionalmente orientata volta a consentire, perlomeno alle s.r.l. che abbiano deciso o programmato l'apertura al mercato, la possibilità di standardizzare e di articolare le quote in categorie, argomentando alla luce della generalizzazione della possibilità di offerta al pubblico delle quote, nonché di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione in azioni di cui all'art. 2468 c.c., che non ne impedisce la conformazione in partecipazioni-tipo¹²³.

L'inadeguatezza delle regole di diritto societario si manifesta però anche in relazione alla mancata considerazione di aspetti che si rivelano centrali nella prassi operativa di un emittente che decide di ricorrere al mercato, quali, per citarne solo alcuni, la regolamentazione del diritto di recesso del socio (specie in relazione all'esclusione del diritto di opzione disposta in occasione di aumenti di capitale onerosi riservati in tutto o in parte a terzi), che può rivelarsi un costo significativo per la s.r.l. in relazione alla programmata apertura al mercato; l'assetto dei controlli interni nell'alternativa tra sindaco unico e revisore; la sterilizzazione dei diritti di controllo e dell'azione di responsabilità sociale su base individuale, nonché la predisposizione di strumenti per la gestione della massa dei diritti di *voice* in capo ai soci investitori¹²⁴.

Di fronte alle lacune della disciplina societaria un ruolo suppletivo e di *etereointegrazione* potranno svolgere le regole di diritto dei mercati finanziari e così, ad esempio, in relazione all'informazione finanziaria periodica, la disciplina dell'art. 69, secondo comma, lett. *d*), t.u.f. troverà applicazione nei confronti delle s.r.l. che accedono ai mercati di crescita ed inoltre queste ultime saranno soggette agli ulteriori obblighi in materia di governo societario e di informazione sulle operazioni rilevanti che derivano dalla specifica regolamentazione di tale sistema

¹²² Nel senso dell'opportunità di un intervento *de iure condendo* v., altresì, F. BRIZZI, (nt. 11), 923.

¹²³ Cfr., al riguardo, anche BRIZZI, (nt. 11), 920 s., il quale propone un percorso interpretativo basato sulla configurazione della s.r.l. aperta come "società di diritto speciale", in virtù della deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote di cui all'art. 100-ter t.u.f.

¹²⁴ Non potendosi dare conto qui dell'ampia letteratura in relazione a ciascuno di questi profili si rinvia, senza pretesa di completezza, agli Autori citati *supra* alle note 48 e 49.

multilaterale di negoziazione¹²⁵, con innegabili costi di adeguamento per gli emittenti, ma anche con i vantaggi derivanti dalla contestuale riduzione dello scalino normativo rispetto alle società quotate o con titoli diffusi tra il pubblico.

Tuttavia, l'apertura della s.r.l. verso ambienti di negoziazione assai eterogenei tra loro e alternativi ai mercati regolamentati tradizionali, quali, oltre ai mercati di crescita, le piattaforme di *crowdfunding* e le infrastrutture di mercato digitali, comporterà, in assenza di una disciplina comune delle s.r.l. aperte, l'assoggettamento delle società emittenti ai corrispondenti *segmenti di disciplina* di diritto dei mercati, con una prevedibile moltiplicazione e ibridazione degli statuti normativi speciali e convenzionali ed il connesso rischio di disorientamento del mercato e degli investitori.

Onde evitare che un'eccessiva frammentazione della disciplina, oltre a nuocere all'unità del sistema, impedisca di riconoscere una qualsivoglia "fisionomia" alla s.r.l. emittente di strumenti finanziari destinati al mercato, occorre procedere al raccordo tra disciplina societaria e regole del mercato, con assorbimento (almeno parziale) all'interno del codice civile della specialità della s.r.l. aperta e con adeguamento della sua disciplina in funzione delle specifiche esigenze poste dall'interazione con il mercato e con gli investitori.

In questo senso la delega al Governo, prevista nella legge "capitali", per la riforma organica della disciplina degli emittenti contenuta nel t.u.f. e delle «disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti», dopo la recente stagione di interventi rapsodici e settoriali, costituisce un'occasione unica e imperdibile per restituire coerenza, organicità e razionalità ad un sistema che sembra averle smarrite.

¹²⁵ Cfr. il regolamento Euronext Growth Milan che, oltre ad imporre agli emittenti la nomina di un amministratore indipendente, prevede la necessità per la società di indicare un *investor relations manager*, incaricato dei rapporti con gli investitori, una figura potrebbe contribuire alla soluzione dei problemi che, nelle s.r.l. aperte, si pongono con riferimento alla gestione della massa dei diritti di *voice* in capo ai soci investitori. Sulla tendenza ad incorporare nei regolamenti dei mercati (e, in particolare, nei regolamenti di certi sistemi multilaterali di negoziazione, quali i mercati di crescita) regole e obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla legge, v. F. ANNUNZIATA, (nt. 40), 51.

La partecipazione in s.r.l. tra *crowdfunding* e dematerializzazione

Membership interests in Italian LLCs (s.r.l.) between crowdfunding and dematerialization

Piergiuseppe Spolaore *

ABSTRACT:

L'articolo esamina le conseguenze sulla disciplina della s.r.l. che discendono, *da un lato*, dalle modifiche apportate all'art. 100-ter t.u.f. in sede di adeguamento al regolamento europeo ECSP (n. 2020/1503) e, *dall'altro lato*, dalle innovazioni contenute nella legge "capitali" (n. 21 del 5 marzo 2024). Sotto il primo aspetto, viene argomentata anzitutto la necessità di interpretare l'art. 100-ter t.u.f. in maniera correttiva, sostituendo il lemma «anche» con il lemma «solo», con la conseguenza che la facoltà per le s.r.l. di derogare all'art. 2468, primo comma, c.c. è circoscritta alla possibilità di offrire le quote tramite portali autorizzati di *crowdfunding*. Sempre alla luce del rapporto con la disciplina europea, poi, viene sostenuto il carattere obbligatorio del regime di circolazione intermediata per la s.r.l. che intenda offrire quote tramite *crowdfunding*, in forza della prevalenza dell'art. 10 del regolamento ECSP sul sistema di facoltatività di cui ai commi primo e quarto dell'art. 100-ter t.u.f. L'aver individuato un rapporto normativo necessario tra offerta al pubblico di quote di s.r.l. e *crowdfunding* costituisce, quindi, l'occasione per evidenziare le differenze di fattispecie tra la s.r.l. che offre le quote al pubblico e la società per azioni rispettivamente quotata e diffusa. Successivamente, l'elaborato analizza le conseguenze derivanti su tale contesto di fondo dall'introduzione, da parte della legge "capitali", di un regime facoltativo di emissione scritturale delle quote di s.r.l.-PMI: sia sul *crowdfunding*, nel cui ambito detto regime rappresenta un'opzione alternativa rispetto al regime di intestazione e circolazione intermediata, sia sulle eventuali altre possibilità per la s.r.l. di reperire risorse, in particolare affrontando la problematica della suscettibilità delle quote scritturali a essere ammesse alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

The article examines the consequences on the Italian limited liability company (S.r.l.) stemming, on the one hand, from the amendments made to Article 100-ter of the Consolidated Law on Finance (t.u.f.) in the context of the adaptation of the Italian legislation to the European Regulation ECSP (No. 2020/1503), and, on the other hand, from the innovations contained in the so-called "capitali" act (n. 21, march 5th, 2024). From the first point

* Professore associato di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano-Bicocca; e-mail: piergiuseppe.spolaore@unimib.it.

of view, the paper argues that a corrective interpretation of Article 100-ter, first paragraph, t.u.f. is necessary, which, more specifically, replaces the term also («anche») with the term exclusively («solo»). As a result, S.r.l.s would be allowed to deviate from Article 2468, first paragraph, of the Civil Code only by offering their membership interests through authorized crowdfunding platforms. Furthermore, it is then contended that the system of membership interests' underwriting and transferal through intermediaries (envisaged by art. 100-ter, paras 2 to 4, t.u.f.) is mandatory for S.r.l.s wishing to offer them through crowdfunding, according to Article 10 of the ECSP Regulation and its primacy over conflicting national legislation (namely, the mere optionality of the system provided for in the mentioned paragraphs 2 to 4 of Article 100-ter t.u.f.). The relationship between the offering of S.r.l.s' membership interests to the "public" and crowdfunding offerings, existing at a positive level, provides an opportunity to highlight the differences between the S.r.l. which turns to investment crowdfunding and the listed joint-stock corporation. Subsequently, the paper analyzes the fallouts on this context of the introduction, by the so-called "capitali" act, of an optional regime for the dematerialization of S.r.l.-SMEs' membership interests: both on crowdfunding itself, since said regime represents a way of underwriting and transferring membership interests' that is alternative to the one set forth by Article 100-ter, paras 2 to 4, t.u.f.; as well as on the potential other venues in which S.r.l.s could raise investments from the public, particularly addressing the issue of the legitimacy of the admission of membership interests to Multilateral Trading Facilities.

SOMMARIO:

1. S.r.l., *crowdfunding*, e mercati "altri", tra recepimento del regolamento ECSP e legge "capitali". – 2. Il rapporto tra l'art. 100-ter e l'art. 2468, primo comma, c.c.: l'offerta di quote di s.r.l. mediante *investment equity crowdfunding*. – 3. In via incidentale: la s.r.l. *crowdfunded* come società "chiusa". – 4. L'impatto della legge "capitali": intestazione e circolazione di quote di s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* tra circolazione intermediata (art. 100-ter t.u.f.) e dematerializzazione (art. 3 legge "capitali"). – 5. *Segue*: dematerializzazione delle quote e ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

1. S.r.l., crowdfunding, e mercati "altri", tra recepimento del regolamento ECSP e legge "capitali".

In occasione dell'adeguamento del diritto interno al regolamento europeo n. 2020/1503 in materia di *crowdfunding* («regolamento ECSP»), avvenuto con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, è stato interamente riscritto l'art. 100-ter t.u.f., il quale rappresentava, prima di siffatta modifica, una delle principali fonti normative in tema di (*investment*) *crowdfunding*, assieme all'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179¹, rimasto per contro formalmente invariato.

¹ Convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221.

Tra le evoluzioni dalla portata sistematica più dirompente figura senz'altro l'ampliamento della facoltà di ricorrere all'*investment crowdfunding* a tutte le s.r.l., non più soltanto alle s.r.l.-PMI, come invece disponeva il previgente art. 100-ter². Benché il concreto impatto di siffatta modifica sia risibile, in termini di quantità numerica di s.r.l. che ne sono effettivamente coinvolte³, si tratta di un mutamento di rilevante importanza sotto il profilo della ricostruzione sistematica, in ragione della tecnica normativa utilizzata, atteso che l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f., «deroga» all'art. 2468, primo comma, c.c. senza operare alcuna precisazione circa la fattispecie a cui dovrebbe applicarsi la «deroga»: la medesima identica fattispecie è al contempo vietata (art. 2468, primo comma, c.c.) e consentita (art. 100-ter t.u.f.).

A ciò va aggiunto che le varie ipotesi interpretative che possono essere avanzate per risolvere tale questione hanno ciascuna una differente incidenza sulle modalità con le quali la s.r.l. può raccogliere⁴ capitale di rischio su canali diversi da quelli tradizionali (: trattativa privata).

Su un simile quadro, già di per sé non del tutto lineare, sono destinate a riverberarsi alcune delle previsioni contenute nella legge "capitali" (n. 21 del 5 marzo 2024)⁵, e segnatamente l'introduzione della facoltà – "riservata" alle s.r.l.-PMI – di emettere quote in forma «scritturale», ai sensi dell'art. 83-bis t.u.f., purché standardizzate. Si tratta di un *opt-in* dalle conseguenze quanto meno bifronti: *da un lato*, esso interagisce con il regime normativo dell'*investment crowdfunding*; *dall'altro lato*, desta interrogativi circa un possibile ampliamento delle possibilità per la s.r.l. di accedere ai mercati finanziari "alternativi".

Nel tentativo di individuare alcuni punti fermi di questo percorso evolutivo, con il presente lavoro ci si propone di: (i) offrire un contributo alla soluzione della almeno apparente antinomia tra l'art. 100-ter t.u.f. e l'art. 2468, primo comma, c.c., dopo aver ricostruito lo stato dell'arte, normativo e dottrinale, sul punto; (ii) analizzare i riflessi della disciplina portata dal legge "capitali" sul sistema così de-

² In coordinamento, allora, con l'art. 26, secondo e terzo comma, d.l. n. 179/2012, il quale prevedeva e continua a prevedere che soltanto le s.r.l.-PMI abbiano la facoltà di emettere categorie standardizzate di quote, se del caso prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato.

³ Poiché, come noto, la maggioranza schiacciante di s.r.l. italiane rientrano nei parametri previsti per la qualifica di PMI: v. i dati riportati da M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 339, nota 18; per un'analisi della nozione di PMI, v., ampiamente, C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in questa *Rivista*, 2021, 1195 ss.

⁴ Ancorché si tratti, in realtà, di un'incidenza solo teorica: v., oltre, par. 2, per l'argomentazione che l'unico reale metodo di raccolta di capitale di rischio diverso dalla trattativa privata è, per la s.r.l., il *crowdfunding*.

⁵ D.d.l. N. 674 Senato; n. 1515 Camera; approvato in via definitiva dal Senato in data 27 febbraio 2024, n. 674-B e pubblicato in GU n. 60 del 12 marzo 2024.

lineato: tanto quelle rilevanti direttamente per il regime del *crowdfunding* quanto quelle che potrebbero avere un impatto indiretto, *i.e.* introducendo facoltà per la s.r.l. di raccogliere risorse “anonime” in modalità ulteriori e diverse dal *crowdfunding*.

2. Il rapporto tra l'art. 100-ter e l'art. 2468, primo comma, c.c.: l'offerta di quote di s.r.l. mediante investment equity crowdfunding.

Nell'affrontare il punto *sub (i)*, è necessario prendere le mosse dalla constatazione che l'art. 2468, primo comma, c.c. e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. hanno il medesimo perimetro applicativo: nella parte in cui dispongono, il primo, che «le partecipazioni dei soci non possono [essere rappresentate da azioni né] costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari», e il secondo che «le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding». Pertanto, la stessa fattispecie (l'offerta “al pubblico” di quote di s.r.l.) è simultaneamente sottoposta sia a un divieto (art. 2468, primo comma, c.c.) sia a una regola abilitativa/“deroga” (art. 100-ter, primo comma, t.u.f.).

Ne discende, dunque, che il rapporto tra le due disposizioni configura un'antinomia, piuttosto che una «deroga», nonostante la lettera dell'*incipit* dell'art. 100-ter t.u.f. («In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile»), atteso che quest'ultima, almeno dal punto di vista strettamente letterale, non ha un ambito di operatività più ristretto rispetto alla regola teoricamente “derogata”, con la conseguenza che non si riesce a rinvenire un rapporto di genere a specie tra il divieto e la sua eccezione. Così impostati i termini della questione, si possono prospettare svariate soluzioni della stessa, ciascuna foriera di conseguenze diverse in ordine alla portata e al significato della «deroga» all'art. 2468, primo comma, c.c. contenuta nell'art. 100-ter, primo comma, c.c.

Posto che le due previsioni sono gerarchicamente equi-ordinate e che tra le stesse non intercorre un rapporto di genere a specie, l'antinomia andrebbe quindi risolta con l'abrogazione implicita della disposizione cronologicamente precedente incompatibile con quella posteriore: e cioè dell'art. 2468, primo comma, c.c.⁶.

⁶ Esito evocato da: C. IBBA, *Intervento al Seminario Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*, organizzato da questa Rivista, 27 ottobre 2023; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte tra disciplina societaria e disciplina dei mercati finanziari, Relazione al Seminario Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora*, organizzato da questa Rivista, 27 ottobre 2023; S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi contesti digitali*, in questo fascicolo della Rivista, 7 del dattiloscritto consultato per cortesia degli A.; F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in questa Rivista, 2023, 909

Un siffatto ragionamento, tuttavia, sembra recare con sé un non remoto rischio di incostituzionalità dell'art. 100-ter t.u.f. per eccesso di delega da parte del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30: l'abrogazione *tout court* (per quanto implicita) del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l. rappresenterebbe una radicale modifica di una componente – tradizionalmente centrale⁷ – della disciplina della s.r.l. codicistica in sé considerata. L'esito in questione sembra esulare del tutto dai confini della delega rilasciata al Governo con l'art. 5 della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (legge di delegazione europea): i principi e criteri direttivi di cui alla disposizione da ultimo menzionata, invero, non solo non contengono alcun riferimento alla disciplina della s.r.l. codicistica e alla sua modifica, ma non richiamano espressamente nemmeno la ben più specifica tematica della regolazione dell'offerta di quote di s.r.l. tramite *crowdfunding*, e si rivelano, piuttosto, strettamente imperniati sull'indicazione di recepire il regolamento ECSP nel diritto nazionale, così come di adeguare quest'ultimo alla disciplina europea, nella misura in cui ciò fosse necessario. È appena il caso di precisare che, sebbene tale corpo normativo attribuisca agli Stati membri la facoltà di decidere discrezionalmente se consentire o meno ai tipi societari capitalistici diversi dalla s.p.a. (e, quindi, almeno nell'ordinamento italiano, la s.r.l.)⁸ l'offerta mediante *crowdfunding*, l'opzione in un senso o nell'altro non comporta certo la necessità di modificare la disciplina della

s., il quale lo esclude al dichiarato scopo di cercare un'interpretazione costituzionalmente conforme che prevenga l'insorgere dell'antinomia.

⁷ E da alcuni ritenuta financo tipologica a livello di fattispecie: per tutti, v. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, I, Milano, Giuffrè, 2010, 500 ss.; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2007, 126; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, I, Milano, Giuffrè, 2020, 554 («tradizionale discriminazione tipologica fra s.r.l. e s.p.a., sancito dal divieto di rappresentazione in azioni»); e cfr., altresì, P. SPADA, *Commento agli artt. 2325, 2452, 2462*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 6 s.; diversamente, A. DOLMETTA, *Sul "tipo" S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, n. 54, 32; P. ABBADESSA, *Art. 2325*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, I, Napoli, Jovene, 2004, 6; M. CIAN, *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 302.

⁸ Cfr., testualmente, art. 2, primo comma, lett. n), e terzo comma, regolamento ECSP; in dottrina, S. BRINKMANN, M. RASMUSSEN, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations & Perspectives*, in *Nordic Journal of Commercial Law*, 2022, 61; F. BRIZZI, (nt. 6), 899 s.; S. CORSO, *Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 511 s.; P. IVANOVA, *The Scope of the Crowdfunding Regulation and the Impact of Brexit*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, a cura di P. ORTOLANI, M. LOUISSE, Oxford, OUP, 2022, 57; E. MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the 'level playing field' (arts 1–2, 46, 48–9, 51)*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, a cura di E. MACCHIAVELLO, Cheltenham, Edgar Elgar, 2022, 60; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al "pubblico" di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 42 s.; D. VALIANTE, *Regulating Digital Platforms: the European Experience with Financial Return Crowdfunding*, in *ECFR*, 2022, 874 s.

s.r.l. in quanto tale⁹, soprattutto tenuto conto che le s.r.l. che non ricorrono al *crowdfunding* continuano a essere una maggioranza preponderante del totale¹⁰.

Dunque, allo scopo di evitare le conseguenze derivanti da una potenziale abrogazione implicita dell'art. 2468, primo comma, c.c. (parziale incostituzionalità della legislazione italiana di adeguamento al regolamento ECSP in ragione dell'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico quale soluzione dell'antinomia), in dottrina¹¹ si è proposto di ravvisare nell'art. 100-ter t.u.f. non un'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico ex art. 2468, primo comma, c.c. bensì la scelta di derubricare quest'ultimo da regola inderogabile a dispositiva, derogabile per tutte le s.r.l. mediante apposita clausola statutaria o delibera di aumento di capitale, che autorizzi l'«apertura» al mercato e, quindi, l'offerta al pubblico (non solo mediante piattaforme di *crowdfunding*). Verrebbero fatti salvi, quindi, due distinti ambiti di operatività rispettivamente per il divieto di offerta al pubblico di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. (tutte le s.r.l., salvo quelle che vi derogano espressamente) e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. (le s.r.l. che vi derogano espressamente), cosicché l'antinomia tra le due disposizioni diverrebbe soltanto apparente.

La proposta, sebbene senz'altro ricercata dal punto di vista argomentativo, non pare risolvere del tutto il problema dell'antinomia tra il dettato codicistico e l'art. 100-ter, primo comma, t.u.f. Infatti, ne deriva la sottoposizione del divieto di offerta al pubblico di quote di s.r.l. a un regime di c.d. *opt-out*, e proprio la decisione (nel momento fondativo o in quello successivo della delibera modificativa dell'atto costitutivo) di deviare dal regime dispositivo diverrebbe condizione di ammissibilità dell'offerta ex art. 100-ter t.u.f.: il che non è molto distante dal reputare che la «deroga» ivi menzionata valga per ogni s.r.l. che decida di attivarla e che, quindi, qualsiasi s.r.l. sia allo stesso tempo sottoposta al divieto di offerta al pubblico e alla facoltà di neutralizzarlo. Peraltro, è lecito aspettarsi che una simile

⁹ Né sembra che una modifica di tale portata possa essere ritenuta compresa nel potere conferito in via generale all'autorità governativa, nell'esercizio delle deleghe contenute nella legge di delegazione europea, dall'art. 32, primo comma, lett. b), l. n. 234/2012: «ai fini di un migliore coordinamento con le discipline vigenti per i singoli settori interessati dalla normativa da attuare, sono introdotte le occorrenti modificazioni alle discipline stesse, anche attraverso il riassetto e la semplificazione normativi con l'indicazione esplicita delle norme abrogate», non da ultimo perché difetta, nel caso di specie, «l'indicazione esplicita delle norme abrogate» richiesta da tale disposizione.

¹⁰ I primissimi riscontri quantitativi di un progetto di ricerca a carattere empirico (PRIN 2022TMFTHK, *principal investigator* P. Spolaore, i cui risultati saranno pubblicati una volta terminata la raccolta e l'analisi dei dati), di recente avvio, indicano che il totale delle s.r.l. che hanno fatto ricorso al *crowdfunding* di rischio, dalla data della sua introduzione al 31 dicembre 2023, si attesta attorno alle mille unità: a fronte degli oltre 1,7 milioni circa di s.r.l. che non ricorrono al *crowdfunding* (secondo i dati riportati da G. PRESTI, *Le s.r.l. (e non solo) e l'obbligo di segnalazione: alla ricerca dell'obbligo*, in *AGE*, 2023, 131, nota 1).

¹¹ F. BRIZZI, (nt. 6), 911 ss.

facoltà venga esercitata non tanto in via astratta (*i.e.*, all'atto di costituzione della società, quando i fondatori verosimilmente spesso nemmeno si prefigurano tale eventualità), bensì ogni qual volta una s.r.l. decida di effettivamente condurre una campagna di *crowdfunding*¹².

A ciò si deve aggiungere che, nella valutazione di una potenziale incostituzionalità per eccesso di delega dell'ultimo intervento legislativo, nell'opinione ricordata è implicito il riconoscimento che l'art. 100-ter c.c. comporta un'alterazione – e non di secondo momento – dello *status* normativo dell'art. 2468, primo comma, c.c. in se considerato, e quindi per tutte le s.r.l., senza che intercorra alcun legame con il fenomeno del *crowdfunding*¹³: la cui disciplina rappresenta, però, il limite imposto al legislatore delegato.

A un'analogia obiezione sembra esporsi l'idea secondo cui la «deroga» di cui all'art. 2468, primo comma, c.c., riguarderebbe soltanto il divieto di offerta al pubblico e non il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, con la conseguenza che l'art. 2468, primo comma, c.c., manterrebbe un proprio significato e ambito precettivo, non implicitamente abrogato dall'art. 100-ter t.u.f.¹⁴. Tale lettura, infatti, non si sottrarrebbe alla potenziale incostituzionalità per eccesso di delega da parte del legislatore delegato, considerato che la modifica così apportata riguarderebbe tutte le s.r.l. in maniera slegata dall'offerta mediante *crowdfunding* e che verrebbe alterato, dunque, il regime della s.r.l. *tout court*. Peraltro, si deve anche osservare che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., il quale residuerebbe in quest'ordine di idee, sarebbe davvero esiguo, tenuto conto che il divieto di standardizzazione (una delle due parti del divieto di rappresentazione in azioni) è pacificamente derogato per le s.r.l.-PMI dall'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012 convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221, nella misura in cui viene consentita la standardizzazione delle partecipazioni sociali¹⁵ e che tali

¹² Così, la discrasia tra la facoltà, *da una parte*, di offerta al pubblico – che non incontrerebbe limiti in punto né di s.r.l. a ciò autorizzate né di canali dell'offerta – e, *dall'altra*, di standardizzazione delle partecipazioni sociali (riservata alla s.r.l.-PMI), diviene difficilmente giustificabile, tanto che l'A. conclude con l'auspicio che il legislatore intervenga, *de jure condendo*, per modificare sia l'art. 26 del d.l. n. 179/2012 sia l'art. 3 del d.d.l. capitali, estendendo a tutte le s.r.l. la possibilità di emettere categorie di quote e di accedere alla dematerializzazione; v. altresì, sul punto, S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 8.

¹³ A maggior ragione in quanto B. ritiene ammissibili anche le offerte al pubblico al di fuori dei portali di *crowdfunding*.

¹⁴ Prospettiva ipotizzata, in termini però dubitativi, da C. IBBA, (nt. 6).

¹⁵ In argomento, cfr. F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 168 ss.; F. GUERRERA, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 7), II, 2020, 1526; M. MALTONI, A. RUOTOLLO, L. BOGGIANI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio CNN n. 101-2018/I, 10; nonché, ma ritenendo che la standardizzazione non possa coinvolgere l'intero capitale sociale, A. ABU AWWAD, *Quote di partecipazione, categorie di quote e diritti particolari*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, III, Torino, Utet, 2022, 244; A. CETRA, *Le s.r.l.*

quote, a seguito della legge “capitali”, possono essere sottoposte al regime di dematerializzazione, e così equiparate, dal punto vista del trattamento normativo, ai titoli di credito.

Un differente – ma comunque “invasivo” – percorso argomentativo consiste nell’interpretare l’art. 100-ter, primo comma, t.u.f. elidendo il lemma «anche», con l’effetto che la deroga all’art. 2468, primo comma, c.c. sarebbe consentita (alle s.r.l.) non in via generale e indiscriminata bensì esclusivamente mediante l’offerta di quote su portali (autorizzati) di *crowdfunding*, mentre perdurerebbe il divieto ex art. 2468, comma primo, c.c., per l’offerta al di fuori dei portali. In questa prospettiva, le due disposizioni manterrebbero un autonomo contenuto precettivo, completandosi a vicenda e concorrendo a definire l’enunciato normativo per cui è vietata l’offerta al pubblico di quote di s.r.l. se non sotto forma di *crowdfunding* tramite gli appositi portali gestiti da intermediari autorizzati.

Anche a prescindere dal rilievo per cui siffatta conclusione è suggerita già dalla rubrica dell’art. 100-ter («offerte di *crowdfunding*»)¹⁶, indirizzano in tal senso sia numerosi elementi presenti nel contesto letterale della disposizione in parola, sia considerazioni di ordine sistematico.

Sotto il primo aspetto, è di particolare importanza l’inciso conclusivo dell’art. 100-ter, primo comma, che confina esplicitamente l’ambito applicativo dell’offerta di quote nei «limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503»¹⁷: ebbene, il

p.m.i.: disciplina legale e autonomia statutaria, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 817; O. CAGNASO, *La s.r.l. piccola e media impresa (p.m.i.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBA, G. MARASÀ, (nt. 7), 116; ID., *Il socio di s.r.l. privo del diritto di voto. Qualche riflessione in tema di proprietà e controllo nell’ambito delle società P.M.I.*, in *NDS*, 2018, 933; M.C. DI MARTINO, *Tipico e transipico nelle categorie speciali di quote delle s.r.l. p.m.i.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1505 ss.; C. RINALDO, *La multiforità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1533 s.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 837, 843; S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 220; cfr. altresì M. SPERANZIN, (nt. 3), 347, 352; v., inoltre, M. SCIUTO, (nt. 7), 548 ss., per la tesi secondo cui lo statuto di s.r.l.-PMI può prevedere una standardizzazione soltanto del contenuto della quota (: i diritti attribuiti dalla titolarità della stessa) ma non di essa come «contenente»: vale a dire, che non sarebbe comunque consentita l’emissione di quote unitarie in serie, dalle caratteristiche del tutto analoghe a quelle dell’azione.

¹⁶ Rubrica che, come noto, pur non essendo parte integrante del dettato normativo, costituisce un elemento utilizzabile dall’interprete.

¹⁷ Appare dubbio che il rinvio ai limiti debba essere inteso come riferito a quelli «quantitativi»: così, anche per escludere l’interpretazione proposta nel testo, F. BRIZZI, (nt. 6), 916 s., argomentando sulla scorta della differenza quantitativa tra la soglia massima del valore nominale consentito per le offerte di *crowdfunding*, relative allo stesso prodotto, prevista nell’art. 1, secondo comma, lett. c), regolamento ECSP (€ 5.000.000 nei dodici mesi) e la soglia prevista per le esenzioni dall’obbligo di prospetto (rispettivamente € 8.000.000 e € 1.000.000 per quello europeo e nazionale), e concludendo così per la legittimità delle offerte di quote di s.r.l. al di fuori dei portali nel limite di € 5.000.000,00, senza obbligo di prospetto in ragione dell’applicabilità delle esenzioni quantitative, ma purché «correlata, al pari di quella condotta all’interno della suddetta piattaforma, alla predispo-

regolamento ECSP disciplina unicamente le offerte condotte su portali di *crowdfunding* autorizzati e contiene – come accennato – una specifica disposizione volta a permettere, senza imporlo, di offrire ivi anche «strumenti» diversi dai «valori mobiliari» che, secondo alcuni diritti nazionali (come quello italiano), non sono di regola suscettibili di offerta al pubblico, come le quote di s.r.l. (art. 1, primo comma, lett. n)¹⁸. Tale previsione non appare casuale ai fini del presente discorso, considerato che essa attribuisce agli Stati membri la facoltà di decidere se consentire l'offerta mediante *crowdfunding* di partecipazioni in società diverse dal tipo azionario (queste ultime ricomprese di *default*, per contro, nel novero dei prodotti suscettibili di *crowdfunding*) sull'assunto che esse non possano – in tali ordinamenti – essere offerti al pubblico se non mediante decisione del legislatore nazionale e nei limiti individuati dal medesimo.

Assume altresì rilievo l'art. 100-ter, comma decimo, t.u.f., alla stregua del quale «salvo quanto previsto dal presente articolo, le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di *crowdfunding*»: ciò comporta che le regole dell'art. 100-ter si rivolgano soltanto alle offerte condotte su piattaforme autorizzate, a loro volta le sole ad essere esentate dalla disciplina dell'«offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita» (Capo I). Che l'art. 100-ter sia riferito esclusivamente alle offerte su piattaforme *online* è rivelato anche dalle lett. a) e b) del suo secondo comma, che hanno come presupposto applicativo soltanto l'«offerta di *crowdfunding*».

Dal punto di vista sistematico, poi, la presenza di un *corpus* normativo organico (il regolamento ECSP e le relative previsioni attuative, europee e nazionali) dell'*investment crowdfunding*¹⁹, raffrontata alla classica estraneità delle quote di s.r.l. al fenomeno dell'investimento “sul mercato”, induce a ritenere appagante l'esito della canalizzazione della facoltà per la s.r.l. di offrire *in incertam personam* le proprie quote come prodotti di investimento nelle sedi a tale fine esplicitamente disciplinate. Ciò, anche in vista del fatto che la disciplina eurounitaria del *crowdfunding* mira sia a garantire un certo funzionamento del relativo mercato mediante la previsione di obblighi di condotta in capo ai gestori delle piattaforme (e forme di una tutela dell'investitore non professionale), sia a rappresentare una separazione dai mercati finanziari tradizionali²⁰.

sizione di un progetto specifico». Al riguardo, *da un lato* va osservato che i «limiti» all'offerta di *crowdfunding* contenuti nel regolamento ECSP sono di carattere non solo quantitativo bensì qualitativo; *dall'altro lato*, risulta non chiaro per quale motivo il legislatore dovrebbe riferirsi (nell'art. 100-ter t.u.f.) a dei «limiti» contenuti in un testo destinato al *crowdfunding* per disciplinare qualcosa che *crowdfunding* pacificamente non è; *dall'altro lato ancora*, la tesi riportata finisce per estendere alle offerte di quote di s.r.l. al di fuori dei portali le regole (: condizioni) *qualitative* previste per le offerte sui portali.

¹⁸ Per riferimenti, v. sopra nota 8.

¹⁹ Sul quale v. P. SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in corso di pubblicazione in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024.

²⁰ Non si può nemmeno omettere di considerare la coerenza della tesi sostenuta con la realtà

Ove si accogliesse un simile modo di ragionare, ragioni di coerenza sistematica imporrebbero di giungere ad analoga conclusione anche per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, che menziona l'offerta di quote di s.r.l.-PMI «anche» tramite portali, sempre «nei limiti previsti dalle leggi speciali»²¹. Ciò, soprattutto se si tiene in considerazione che il d.lgs. n. 30/2023, pur introducendo una disciplina *ex novo* del *crowdfunding*, non ha esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012, che contiene la previgente disciplina del medesimo fenomeno e che non può, pertanto, che reputarsi tacitamente abrogato.

3. In via incidentale: la s.r.l. crowdfunded come società “chiusa”.

Trascende gli scopi e i limiti della presente trattazione un tentativo di risolvere le criticità destinate dall'utilizzo di un tipo societario dalla struttura organizzativa non standardizzata e improntata sul paradigma del socio “imprenditore” (quale è la s.r.l.) per condurre un'operazione avente ad oggetto la raccolta di capitali *in incertam personam* (quale è il *crowdfunding*). In questa sede appare possibile e utile, più limitatamente, cercare di illustrare come dalle proposte articolate fino ad ora – *i.e.*, la canalizzazione normativa delle offerte al pubblico di quote di s.r.l. entro l'alveo dell'*investment crowdfunding* – discenda una modalità di impostazione di siffatte problematiche, e così della loro potenziale soluzione, che consenta di prevenire che le medesime assumano un effetto dirompente sulla sistematica del diritto delle società di capitali e dell'accesso delle medesime al mercato finanziario. Effetto, che è per contro quasi implicito nel sintagma “s.r.l. aperta” e parti-

empirica. A quanto consta, la raccolta di investimenti nel capitale di s.r.l. mediante offerte non intermedie da piattaforme di *crowdfunding* non risulta essere particolarmente diffusa in concreto. Dalla consultazione del registro prospetti Consob – pubblicamente accessibile sul sito istituzionale dell'Autorità – non si evince l'avvenuta registrazione di alcun prospetto di quote di s.r.l., che sarebbe obbligatorio ove si ritenesse consentita l'offerta di quote al di fuori dei portali sopra-soglia quantitativa (secondo considerazione pacifica, per quanto riguarda l'obbligo di prospetto nazionale, e anche europeo, nella prospettiva di chi ritiene che le quote siano considerabili «titoli»: da ultimo, in questo senso, F. BRIZZI, (nt. 6), 916 s.). Inoltre, sulla base delle informazioni a disposizione non appare nemmeno invalsa, nella prassi, l'offerta di quote di s.r.l. disintermediata sotto-soglia: che, ove fosse “pubblicizzata” a distanza presso una generalità di destinatari (e cioè mediante il sito *web* del singolo “offerente”), non potrebbe prescindere dall'avvalersi di un intermediario incaricato del collocamento: Comunicazione Consob n. DIN/DSR/CLE/0049126 dell'11 giugno 2014. Per contro, le offerte di quote di s.r.l. tramite portali sono centinaia: per rendersene conto, è possibile consultare i portali di *crowdfunding* dimensionalmente più significativi (indicati, ad es., nell'ottavo rapporto annuale degli Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano, 2023, 19).

²¹ E che in realtà rappresenta il modello, anche dal punto di vista testuale, che il legislatore ha preso a riferimento per introdurre l'art. 100-ter t.u.f., nella sua versione sia *ante* sia *post* 2023.

colarmente sollecitato dall'idea – priva di riscontri fattuali – per cui la s.r.l. possa offrire le quote al pubblico anche “altrove”.

Gli specifici connotati dell'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding*, infatti, consentono di rimarcare le differenze che sussistono tra la fattispecie della s.r.l. che ricorre a tale tecnica di raccolta e quella della società (per azioni) aperta, e ancor più della s.p.a. quotata. Per quanto attiene al raffronto con la s.p.a. quotata, le diversità sono facilmente percepibili. Come già messo in luce da parte della letteratura²², invero, all'offerta tramite *crowdfunding* è del tutto ultronea la presenza di un mercato secondario regolamentato, nel quale venga immesso e scambiato lo strumento rappresentativo dell'investimento, che è invece coessenziale alla quotazione. Solo quest'ultima, infatti, comporta l'accesso a un mercato nel quale gli scambi sono dettagliatamente regolati, con tutto ciò che ne deriva in termini di affidabilità del valore di scambio e di liquidità dell'investimento: per queste ragioni, l'accesso di un titolo azionario a un mercato regolamentato è il presupposto di applicazione di uno specifico (e speciale) *set* normativo imperniato sull'esistenza e sull'affidabilità del valore di mercato dei beni finanziari quotati²³.

Dunque, posto che al *crowdfunding* di per sé non corrisponde un mercato secondario liquido delle partecipazioni e, in ogni caso, sicuramente non un mercato

²² Tra gli altri, M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 683 s.; M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *ODCC*, 2019, 262 s.; G. PRESTI, *Vent'anni vissuti pericolosamente. t.u.f. e codice civile: una convivenza difficile*, in *AGE*, 2019, 483; M. SCIUTO, (nt. 7), 543; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 2; S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 2021, 45; A. DENTAMARO, *Apertura della s.r.l. pmi tra divieto di rappresentazione delle quote ex art. 2468, comma 1, c.c. e tutela dell'investitore*, 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, 182; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'“equity crowdfunding” nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 594 ss.; S. CORSO, (nt. 15), 13. Ciò è posto in luce anche dall'osservazione per cui l'offerta sul portale è «fatto istantaneo» a cui non consegue una negoziazione continua (M. CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, (in questa nota), 35; RINALDO, 1524); meno netto, in argomento, F. BRIZZI, (nt. 15), 220 ss.

²³ P. ABBADESSA, E. GINEVRA, *Art. 2325-bis*, in *Società di capitali: commentario*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, (nt. 7), 11; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, Milano, Giuffrè, 2012, 545; E. GINEVRA, *Le società di capitali “aperte” tra codice civile e tuf*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, Giappichelli, 2022, 479 ss.; M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1228 s., 1258; e cfr. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in questa Rivista, 2021, 583 s.; E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, Giuffrè, 2022, 47.

regolamentato²⁴, non avendo quindi luogo alcun processo di ammissione agli scambi “regolamentati”, *non solo* è del tutto comprensibile come non si realizzi neppure il meccanismo di valutazione iniziale del valore del bene finanziario tipico delle IPO (c.d. *bookbuilding*)²⁵, sicché il prezzo (valore) del bene finanziario offerto viene stabilito unilateralmente dall’offerente²⁶, *ma altresì* è evidente l’illiquidità delle risorse immobilizzate²⁷, nonché la mancanza di una valutazione di mercato sul valore del bene-investimento. Inoltre, mentre in una s.p.a. quotata la possibilità di un continuo ricambio della compagine sociale è una caratteristica ineliminabile in ragione dell’accesso al sistema di negoziazione continua, una volta conclusa la campagna di *crowdfunding* la s.r.l. continua ad assomigliare, da questo punto di vista, a una società “chiusa”, atteso che il mutamento soggettivo dei soci presuppone trasferimenti che avvengono a seguito di trattativa privata (o *mortis causa*). Pertanto, tali diversità rendono impossibile operare dei parallelismi – anche interpretativi – tra la s.r.l. che ricorre al *crowdfunding* e la s.p.a. quotata.

Altrettanto distanti fra loro si profilano la s.r.l.-*crowdfunded* e la fattispecie

²⁴ È appena il caso di precisare che la «bacheca elettronica» non consente di raggiungere né un elevato grado di liquidità dell’investimento in *crowdfunding* (ma, al più, una leggera diminuzione della sua illiquidità) (M. SCIUTO, (nt. 7), 543; S. CORSO, (nt. 15), 55; P. STAIKOURAS, *The European Union Proposal for a Regulation on Cross-Border Crowdfunding Services: A Solemn or Pie-Crust Promise?*, in 31 *European Bus. L. Rev.*, 2020, 1107 s.) né la formazione di un prezzo pubblico di scambio del bene.

²⁵ J. ARMOUR, L. ENRIQUES, *The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts*, in 81 *Modern L. Rev.*, 2018, 57 s.; S. LOMBARDO, (nt. 22), 45; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 671 ss.; per osservazioni nella sostanza analoghe, A. PALMITER, *Pricing Disclosure: Crowdfunding’s Curious Conundrum*, in 7 *Ohio State Entrepreneurial Business L. J.*, 2012, 388 ss.; S. ORANBURG, *Bridgefunding: Crowdfunding and the Market for Entrepreneurial Finance*, in 25 *Cornell J. Law Pub. Pol.*, 2015, 431 ss.

²⁶ Se ne è dedotto, in letteratura, l’intensificarsi del c.d. *herding effect* che contraddistingue, in via generale, il *crowdfunding* (J. ARMOUR, L. ENRIQUES, (nt. 25), 59 ss.; D. ZETSCHE, C. PREINER, *Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe*, in *EBOR*, 2018, 224; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, (nt. 23), 2359; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 673; K. SERDARIS, *Behavioural Economic Influences on Primary Market Disclosure – The Case of the EU Regulation on European Crowdfunding Service Providers*, in *ECFR*, 2021, 450; P. STAIKOURAS, (nt. 24), 1085 s.; C. ANGELICI, (nt. 23), 529). Se già era dubbia l’efficacia, al riguardo, della regola contenuta nel regolamento Consob Crowdfunding, che imponeva la sottoscrizione di almeno il 5% dell’offerta da parte di investitori «professionali», nel diritto vigente la partecipazione di investitori istituzionali all’offerta mediante *crowdfunding* è rimessa del tutto alla discrezionalità dell’offerente e/o del gestore della piattaforma.

²⁷ J. ARMOUR, L. ENRIQUES, (nt. 25), 58 s., 83; D. ZETSCHE, C. PREINER, (nt. 26), 223; S. LOMBARDO, (nt. 22), 45; M. MOZZARELLI, (nt. 22), 683 s.; M. SCIUTO, (nt. 7), 543 s.; N. DE LUCA, S. FURNARI, A. GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., Aggiornamento ******, Torino, Utet, 2017, 160; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, (nt. 22), 594 ss.; S. CORSO, (nt. 15), 13; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, *Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 294, 308.

della s.p.a. “aperta” non quotata, nonostante la circostanza per cui la s.r.l., con il *crowdfunding*, raccoglie capitale di rischio presso una pluralità – almeno in parte – indifferenziata di soggetti, in ragione del carattere comunque indeterminato dei soggetti oblati.

Al riguardo, è opportuno ricordare che la disciplina cui soggiacciono le s.p.a. “aperte” è anzitutto funzionale a adeguare la struttura organizzativa dell’ente alle particolarità della relativa fattispecie, non presenti in quella della s.p.a. “chiusa”: *i.e.* che (almeno parte de)i soci di s.p.a. aperta vengono reperiti tramite operazione di mercato primario, e quindi aderiscono a un’offerta al pubblico di titoli azionari, i quali rappresentano prodotti finanziari fungibili all’interno di una rosa di alternative comparabili già esistenti sui mercati finanziari. Essi, quindi, hanno (*recte*: sono presunti rivestire) caratteristiche puramente passive e indifferenti all’amministrazione²⁸.

Il rapporto di investimento che si instaura tra la società e i soci *crowdfunder*, per contro, non replica siffatti meccanismi. Non solo è coesenziale alla sottoscrizione di un’offerta di *crowdfunding* la decisione di contribuire alla realizzazione di uno specifico programma imprenditoriale dettagliatamente definito a monte, che, nella prospettiva dell’investitore (: lato della domanda del mercato finanziario), rende quindi il prodotto intrinsecamente differente e non fungibile rispetto all’investimento in titoli tradizionali²⁹ – tanto da potersi dubitare che si replichino, anche all’interno dello specifico mercato rappresentato dal complesso delle offerte di *crowdfunding*, le dinamiche di fungibilità e “indifferenza” tipiche dell’investimento in strumenti azionari³⁰ – ma neppure una volta instaurato il rappor-

²⁸ E. GINEVRA, (nt. 23), 478 s.; MAUGERI, (nt. 23), 1258; P. ABBADESSA, E. GINEVRA, (nt. 23), 13 s.; E. BARCELLONA, (nt. 23), 46; e cfr., altresì, F. D’ALESSANDRO, M. SCIUTO, P. SPADA, *art. 2325-bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’ALESSANDRO, II, 1, Padova, Piccin, 2011, 16 s.; A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 28; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, Giappichelli, 2006, 212; in termini non sovrapponibili, però, M. SCIUTO, *Art. 2325-bis*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G. PORTALE, I, Milano, Giuffrè, 2016, 138 s.; diversamente, e cioè nell’ordine di idee di un tendenziale accomunamento della s.p.a. quotata e della s.p.a. aperta non quotata – sia in punto di fattispecie sia, se del caso *de jure condendo*, in punto di disciplina –, A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, Napoli, Esi, 2005, 5 ss., 39 ss., che argomenta dall’esigenza di tutela pubblicistica dei soci di minoranza esterni ai gruppi di controllo.

Tali considerazioni non sembrano mutare a seguito della modifica, da parte della legge “capitali”, della nozione di s.p.a. emittente titoli diffusi.

²⁹ Lo stesso reg. ECSP afferma che i relativi «prodotti finanziari ... non sono gli stessi prodotti di investimento o di risparmio tradizionali e non dovrebbero essere commercializzati come tali» (considerando 43; e v. anche il testo del disclaimer standard contenuto nell’art. 23 del reg. ECSP).

³⁰ È condiviso che, nella disciplina finanziaria, l’investimento azionario borsistico venga in rilievo quale componente di un “catalogo” di prodotti tra loro fungibili: per tutti, v. E. GINEVRA, (nt. 23), 477 («compagine sociale di azionisti di fatto reclutati nel mercato, ossia nel contesto di una domanda di investimento soddisfatta attraverso l’accesso all’offerta concorrenziale di prodotti finanziari ...

to partecipativo può assumersi in capo al socio *crowdfunder* quella posizione di razionale indifferenza alla vita organizzativa dell'impresa comune che è immanente nella valutazione (non solo socio-economica ma anche) legale del socio di s.p.a. "aperta": in quanto il *crowdfunder* è tipicamente interessato all'andamento dello specifico (e individualizzato) programma imprenditoriale.

Tale elemento "personalistico" – benché non conduca a negare che l'offerta sia comunque rivolta e atta a intercettare una specifica e peculiare tipologia di domanda di "consumo finanziario"³¹, e così che chi vi aderisce si distingue nitidamente dal modello di socio "imprenditore" proprio della s.r.l. – costituisce elemento che distanzia la fattispecie della s.p.a. aperta ma non quotata, che è concepita come collettore di domanda finanziaria di carattere del tutto diverso, la quale risponde alle classiche caratteristiche dell'investimento azionario, mancando il collegamento qualificato tra investimento e programma imprenditoriale tipico, invece, del *crowdfunding*.

Ne segue che non è corretto appiattire i due fenomeni, e quindi i due differenti paradigmi di soci, sullo stesso livello e che, dunque, le diversità in punto di fattispecie normativa rispettivamente della s.r.l.-*crowdfunded* e della società per azioni aperta impediscono di considerare lacunoso lo statuto normativo della prima accostandola alla seconda, e così di applicare analogicamente alla s.r.l. *crowdfunded* la disciplina della s.p.a. con aperte non quotate³².

Se è così, le indubbie frizioni³³ che si creano in conseguenza, *da un lato*,

si riduce la parte del capitale effettivamente rilevante in concreto ai fini della formazione delle maggioranze partecipative: e ciò, per una misura corrispondente all'avvenuto reclutamento di "consumatori disinteressati" alla partecipazione alla *governance* societaria»); FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001, 38 ss., 73 ss., 118 (da cui il virgolettato), 127 ss., e 189 s. («la partecipazione azionaria viene al contrario intesa tendenzialmente in termini di *oggetto di scambio*, o, meglio di (una serie di) scambi, e dunque di un mercato, se non anche in quelli di *prodotto*, nel senso macroeconomico, si direbbe concorrenziale, del termine», (e v. anche 198, testo e nota 144): «la stessa divisione in azioni del capitale sociale acquista un effettivo significato esclusivamente in vista della formazione di un mercato delle partecipazioni, inteso nel senso di sistema autonomo di valutazione delle stesse ... la funzionalità dello strumento azionario può dunque essere colta soltanto nella prospettiva del mercato ... al punto che, in mancanza di un mercato, l'alternativa tra il ricorso alla forma della società per azioni piuttosto che non a quella, ad esempio, della società a responsabilità limitata, si rivela, beninteso sotto questo profilo, del tutto neutra») (enfasi nell'originale); G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Agg.*, V, Milano, Giuffrè, 2001, 751, 756 s.

³¹ E. GINEVRA, (nt. 23), 487 s.

³² Negano in via esplicita che la s.p.a. che raccoglie risorse tramite *crowdfunding* possa essere considerato un emittente titoli diffusi: S. CORSO, (nt. 15), 70 ss.; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 289.

³³ Già ampiamente sottolineate dalla dottrina: P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 377, 395; F. BRIZZI (nt. 15), 245 ss.; A. CETRA, (nt. 15), 816, 822; O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1223 ss.; M. CAMPOBASSO, *La società a responsabilità limitata. Un modello "senza qualità"?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di*

dell'immissione del socio *crowdfunder* in una serie di prerogative strutturate sul paradigma del socio "imprenditore" e, *dall'altro lato*, in conseguenza della (quanto meno temporanea) anonimità della persona del socio per la società, nonché le eventuali esigenze di protezione dell'investitore, devono essere risolte non guardando alla disciplina della società (per azioni) aperta, bensì dando rilievo alla circostanza per cui gli investitori su portali investono in *progetti imprenditoriali* destinati a essere realizzati da società "chiuse", le quali non svolgono un'operazione di mercato primario e le cui partecipazioni non sono scambiate sul mercato secondario³⁴.

4. *L'impatto della legge "capitali": intestazione e circolazione di quote di s.r.l. che ricorrono al crowdfunding tra circolazione intermediata (art. 100-ter t.u.f.) e dematerializzazione (art. 3 legge "capitali")*.

È nel complessivo quadro così abbozzato che si inseriscono le previsioni della legge "capitali", le quali consentono alle s.r.l., su base volontaria, di emettere le quote in «forma scritturale ai sensi dell'art. 83-bis», *i.e.* quali strumenti finanziari dematerializzati³⁵, al ricorrere di serie di condizioni. La facoltà in parola è prevista non per tutte le s.r.l., bensì soltanto per le PMI, e può riguardare esclusivamente quote standardizzate: il nuovo comma secondo-bis

Oreste Cagnasso, (nt. 22), 25 s.; M. CIAN, (nt. 15), 841, 848 ss.; D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente*, Quaderni giuridici Consob, 24.6.2022, 49 s.; M.C. DI MARTINO, (nt. 15), 1487; D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in *Trattato delle società*, (nt. 15), III, 930 s.; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2300 s.; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 513 s.; L. MIOTTO, *Sull'imprenditorialità minima del socio di s.r.l.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 838; M. MAUGERI, (nt. 23), note 49 e 91; M. NOTARI, (nt. 22), 263; C. PASQUARIELLO, *I diritti particolari riguardanti l'amministrazione della società e le categorie di quote*, in *La governance delle società a responsabilità limitata*, a cura di E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI, Padova, Cedam, 2018, 167 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 22, 87 s.

³⁴ I limiti della presente trattazione impediscono di affrontare in maniera compiuta la risoluzione del problema accennato, a cui ci si è dedicati in P. SPOLAORE, (nt. 8), a cui si fa rinvio per una più ampia spiegazione del percorso interpretativo, riassumibile in estrema sintesi nei seguenti passaggi: (i) il tentativo di dimostrare l'esistenza di un'analogia tra la fattispecie dell'investimento in s.r.l. mediante *crowdfunding* e quella dell'investimento in Oicr chiusi (88 ss.); (ii) il raffronto tra le due rispettive discipline, che consente di accertare l'esistenza di una lacuna normativa in relazione al fenomeno dell'investimento mediante *equity crowdfunding* in s.r.l. (95 ss.); (iii) la conseguente applicazione analogica delle regole dell'investimento in Oicr chiusi all'investimento in *crowdfunding* di quote di s.r.l. e quindi alla disciplina della partecipazione sociale (120 ss.).

³⁵ Contenute nell'art. 3, che aggiunge alcuni commi all'art. 26 del d.l. n. 179/2012.

dell'art. 26 d.l. n. 179/2012 circoscrive, infatti, l'emissione in forma scritturale alle «categorie [di quote di s.r.l.-PMI], aventi eguale valore e conferenti uguali diritti». Viene altresì imposto, ove si intenda utilizzare tale sistema, l'onere di avvalersi del libro soci, da aggiornare secondo quanto previsto dall'art. 83-undecies t.u.f.

Tali innovazioni riguardano anche l'offerta di quote di s.r.l. mediante *crowdfunding*, in punto di regime di intestazione e circolazione delle quote di s.r.l.³⁶. Infatti, osservando il diritto vigente prima dell'entrata in vigore della legge “capitali”, pare possibile affermare che esista un rapporto di corrispondenza necessariamente biunivoca tra circolazione c.d. intermediata (art. 100-ter, commi secondo ss., t.u.f.) e disciplina del *crowdfunding*.

Ciò si comprende considerando, in primo luogo, che l'attivazione di siffatta modalità di intestazione e circolazione delle partecipazioni deve ritenersi non una semplice facoltà bensì una scelta obbligata per la s.r.l. che intenda offrire le proprie quote mediante *crowdfunding*, per effetto dell'art. 10 del regolamento ECSP, per come meglio illustrato dai considerando nn. 28-29. Tale disposizione impone ai prestatori di servizi di *crowdfunding* la «custodia» dei valori mobiliari e/o degli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* offerti, a tale fine definendo alcuni requisiti, che possono essere soddisfatti con modalità tra loro alternative. I valori mobiliari o gli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* «che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto a nome di un investitore» o che «possono essere fisicamente consegnati» devono³⁷ essere tenuti in custodia da parte di un depositario autorizzato secondo le direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE, il quale può anche soggettivamente coincidere con il gestore del portale stesso, purché munito della relativa autorizzazione³⁸. Per contro, i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* i quali, sulla base del diritto nazionale, possono soltanto essere «registrati presso il titolare del progetto» («come gli investimenti in società non quotate») o «detenuti su un conto individuale segregato che un cliente potrebbe aprire direttamente con un depositario centrale di titoli»³⁹, devono essere sottoposti a «custodia»

³⁶ Va segnalato che Consob non ha esercitato la delega regolamentare di cui all'art. 28 del d.l. n. 25/2023, con la conseguenza che la c.d. *tokenizzazione*, che potrebbe astrattamente costituire un sistema compatibile con l'art. 10 regolamento ECSP, non rientra in concreto nelle alternative a disposizione della s.r.l. che voglia ricorrere al *crowdfunding*; in argomento, S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 18 ss., 28.

³⁷ S.N. HOOGHIEMSTRA, *The provision of asset safekeeping services and payment services by ecsp and third parties (art 10)*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, (nt. 8), 169 s.; ID., *The European Crowdfunding Regulation – Towards harmonization of (Equity- and lending-based) Crowdfunding in Europe?*, in *SSRN*, 2020, 18; P. SPOLAORE, (nt. 8), 55 s.

³⁸ ESMA, *Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 19 maggio 2022, risposta 3.3.

³⁹ Considerando n. 28.

direttamente da parte del «titolare del progetto» (= la società che ricorre al *crowdfunding*) e tale custodia è positivamente parificata a quella svolta da «depositari qualificati» e non richiede, pertanto, l'autorizzazione di cui alle direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE⁴⁰.

Ci si può avvedere, dunque, che il sistema codicistico di circolazione delle quote non soddisfa i requisiti di alcuna delle alternative consentite dall'art. 10 regolamento ECSP: le quote di s.r.l. difficilmente possono essere considerate come «registrabili presso il titolare del progetto», vista l'abrogazione del libro dei soci e il valore dichiarativo delle iscrizioni nel registro delle imprese dei relativi trasferimenti: cosicché è impossibile che la s.r.l.-*crowdfunded* possa effettivamente ritenersi capace di «custodire» le proprie quote. Nemmeno è ipotizzabile, poi, che le quote di s.r.l. vengano annotate su un conto che l'investitore può aprire presso un depositario centrale, posto che soltanto gli intermediari possono essere titolari di conti presso un depositario centrale e che le quote di s.r.l. non soddisfano – nel diritto vigente – i requisiti per l'ammissione a dematerializzazione (né a gestione accentrata di strumenti cartolari)⁴¹.

Ne discende che la disciplina europea prevale sul regime di semplice facoltatività (tanto per la società quanto per il socio), previsto dall'art. 100-ter, commi primo e quarto, t.u.f., imponendo alle s.r.l. italiane che intendano accedere al *crowdfunding* l'adozione del meccanismo della circolazione intermediata, che è l'unica forma che soddisfa (imperfettamente) i requisiti di «custodia» del regolamento ECSP⁴².

Al contempo, la biunivocità tra *crowdfunding* e circolazione intermediata si comprende considerando che il regime alternativo rispetto all'art. 2470 c.c. può essere utilizzato soltanto dalle s.r.l. che offrono le quote tramite *crowdfunding*, come risulta dalla lettera dell'art. 100-ter, secondo comma, lett. a) e b), nonché dalla sua interpretazione sistematica e dalla sua origine, nonostante le contrarie opinioni dottrinali⁴³. Dunque, fino all'entrata in vigore della legge «capitali», gli

⁴⁰ Considerando n. 28; in argomento, cfr. H.N. HOOGHIEMSTRA, (nt. 37), 170.

⁴¹ V., però, F. BRIZZI, (nt. 15), 237 ss.; e cfr., *amplius*, più avanti note 48-49 e testo corrispondente.

⁴² In argomento, v., *amplius*, P. SPOLAORE, (nt. 8), pp. 55 ss.

⁴³ M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. pmi: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1260; O. CAGNASSO, (nt. 33), 1220; P. REVI-GLIONO, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni sociali nelle P.M.I. costituite in forma di s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 618; nel senso del testo: I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *ODCC*, 2016, 544; A. DENTAMARO, (nt. 22), 177; in termini dubitativi anche F. ACCETTELLA, *La fattispecie costitutiva e i modelli*, in G. SANTONI, F. BRIOLINI, G.M. BUTA, F. ACCETTELLA, *Le società a responsabilità limitata*, Torino, Giappichelli, 2022, n. 60, 35; e, nella sostanza, N. CIOCCA, G. MARASÀ, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, (nt. 7), 694, i quali reputano presupposto del regime alternativo che le quote siano state offerte al pubblico, «anche mediante portali online».

ambiti applicativi, rispettivamente della circolazione intermediata e dell'*investment crowdfunding* avente a oggetto quote di s.r.l., coincidono: l'unico regime di circolazione utilizzabile da parte delle s.r.l. che vogliono offrire quote tramite *crowdfunding* è la circolazione intermediata; al contempo, la circolazione intermediata può essere adottata solo in queste circostanze.

Tale biunivocità viene spezzata – almeno per le s.r.l.-PMI – dalle innovazioni apportate all'art. 26 d.l. n. 179/2012 dall'art. 3 legge “capitali”. Infatti, la s.r.l.(-PMI) che offre categorie standardizzate di quote⁴⁴ potrà scegliere tra la circolazione intermediata e l'emissione delle quote in forma scritturale – come esplicitato dalla modifica all'art. 100-ter, secondo comma, t.u.f., da parte dell'art. 3, secondo comma, legge “capitali” –, atteso che le regole proprie della dematerializzazione soddisfano senz'altro i requisiti di cui al menzionato art. 10, e in particolare la possibilità di «custodire» gli strumenti mediante annotazione su «un conto di strumenti finanziari aperto a nome di un investitore» presso un depositario autorizzato⁴⁵.

Vale la pena di sottolineare che siffatto esito consente di ricavare già un autonomo spazio applicativo al regime di dematerializzazione delle quote di s.r.l.-PMI, senza che sia necessario ipotizzare che esso consenta l'ammissibilità delle medesime a sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁶.

⁴⁴ Si ritiene utile, a questo punto, esplicitare quale sarebbe l'interazione tra la disciplina delle categorie di quote – tuttora riservata alle s.r.l.-PMI – e l'interpretazione qui proposta, a seguito della legge “capitali”:

- tutte le s.r.l. potrebbero offrire le proprie quote, ma soltanto mediante portali di *crowdfunding*;
- le s.r.l. non PMI che offrono quote tramite portali di *crowdfunding* dovrebbero ricorrere al regime di circolazione intermediata (rimanendo loro preclusa la circolazione scritturale);
- solo le s.r.l.-PMI potrebbero, oltre a offrire le proprie quote su portali di *crowdfunding*, prevedere l'emissione di categorie standardizzate di quote;
- solo le s.r.l.-PMI potrebbero, nell'offrire le proprie quote su portali di *crowdfunding*, optare, in alternativa rispetto al regime di circolazione intermediata, per quello di circolazione scritturale, purché le quote siano standardizzate;
- le s.r.l.-PMI che emettono categorie standardizzate di quote senza offrirle su piattaforme di *crowdfunding* possono accedere alla circolazione scritturale (in alternativa al regime codicistico), ma non alla circolazione intermediata.

Sul rapporto tra standardizzazione e dematerializzazione delle quote, v. S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 15 ss.

⁴⁵ Ancor più se si considera che diviene obbligatoria, in tale ipotesi, l'adozione del libro dei soci.

⁴⁶ Sulla quale v. il successivo paragrafo; peraltro, va evidenziato che l'utilizzo della dematerializzazione in collegamento con il *crowdfunding* è l'unica realistica applicazione concreta del nuovo regime scritturale richiamata nel Dossier di accompagnamento al d.d.l. capitali (A.S. n. 674-B, 23 febbraio 2024, p. 18), atteso che l'altra (a p. 16) è piuttosto fantasiosa, trattandosi dell'«eliminazione del certificato fisico che rappresenta la proprietà del titolo», in ragione della quale i «risparmiatori non rischiano di subire il furto dei propri titoli oppure di entrare in possesso di titoli falsi e al contempo gli emittenti risparmiano i costi di stampa; a livello di sistema, si riducono i costi di movimentazione (conseguente all'avvicendamento della proprietà) dei titoli. Inoltre il pagamento degli

5. Segue: dematerializzazione delle quote e ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione.

Infatti, le ricadute della facoltà di accedere al regime di dematerializzazione delle quote non si limitano al contesto del *crowdfunding* e si manifestano, almeno in termini potenziali, sul piano delle possibilità per le s.r.l. (soltanto se PMI) di accedere a canali di raccolta di capitale di rischio diversi dal *crowdfunding*.

Si allude, in particolare, a una delle conseguenze che discendono dalla facoltà di accedere al sistema di dematerializzazione di cui agli artt. 83-bis ss. t.u.f., ossia al venir meno di un ostacolo “ontologico” – o per lo meno, ritenuto tale da parte della letteratura – all’ammissione a negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione⁴⁷, appunto in ragione della strutturale insuscettibilità della quota di s.r.l. ad accedere alla dematerializzazione stessa⁴⁸. Conclusione alla quale si giungeva in ragione, in sintesi, del rilievo che la quota, non essendo un titolo di credito né prestandosi a essere disciplinata in maniera funzionalmente analoga, non rientra nella fattispecie dei «valori mobiliari»⁴⁹. Infatti, non è contestabile che, nel mo-

interessi e il rimborso del capitale alla scadenza non sono più legati alla presentazione dei titoli, poiché avvengono con accrediti sui conti bancari e sui conti detenuti dagli emittenti presso la società di gestione accentrata».

⁴⁷ M. CIAN, (nt. 7), 308; S. CORSO, (nt. 15), 53 s.; E. GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato. La disciplina degli emittenti*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, IV, Torino, Giappichelli, 2020, 291; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 289; per contro, in termini affermativi quanto alla possibilità di ammettere le quote a negoziazione su MTF, A. STAGNO D’ALCONTRES, N. DE LUCA, *Le società. II. Le società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2017, 59; V. SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transpico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, (nt. 22), 284; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 693 s.; C. MALBERTI, (nt. 3), 1240, pur dubitativo.

⁴⁸ Nonché al regime di gestione accentrata di strumenti cartolari.

⁴⁹ E. GINEVRA, (nt. 47), 291, testo e nota 54; *Id.*, (nt. 23), 488, nota 56; M. CIAN, (nt. 7), 308; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 714; F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell’equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 253; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, (nt. 27), 288 s.; A. DENTAMARO, (nt. 22), 170 s.; P. SPOLAORE, (nt. 8), 71 ss.; e, prima della disciplina del *crowdfunding*, v.: F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2013, 17 ss.; G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, Giuffrè, 2005, 90 s. per la tesi opposta, F. BRIZZI, (nt. 15), 160 ss.; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 9; N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle S.r.l. PMI: possibilità di razionalizzazione del sistema*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2019, 92, ma solo qualora venga utilizzato il regime di circolazione intermediata; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1461 s. (secondo cui sarebbe sufficiente la mera standardizzazione, anche senza l’effettivo ricorso alla sollecitazione tramite *crowdfunding*); G. PRESTI, (nt. 22), 484; E. CUSA, (nt. 47), 675 ss.; possibilisti: M. SCIUTO, (nt. 7), 541; S. CORSO,

mento in cui le quote di s.r.l. sono ammesse al regime di circolazione dematerializzata, l'applicazione delle relative regole (in termini di autonomia in sede di circolazione e in sede di acquisto) completi, a livello di *disciplina*, la mancanza *nella fattispecie* degli elementi propri della cartolarità⁵⁰. Potrebbe pertanto ritenersi non più valida l'obiezione alla riconducibilità della quota di s.r.l.-PMI alla categoria dei valori mobiliari (mancanza di cartolarità), con la conseguenza che la s.r.l.-PMI potrebbe, in quanto strumento finanziario, soddisfare il requisito per l'ammissione a negoziazione su MTF previsto dall'art. 1, comma 5-*octies*, lett. a), t.u.f.

Cionondimeno, è quanto meno incerto che l'approdo ipotizzato sia condivisibile in termini assoluti. Tra gli elementi definitori della categoria (sebbene aperta) dei valori mobiliari («valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali») rimane, infatti, l'elemento della negoziabilità. Nonostante siffatta caratteristica possa ricorrere – si ritiene⁵¹ – anche in presenza di limiti alla trasferibilità dello strumento finanziario, è dubbio che essa sia rinvenibile in presenza di un divieto di offerta al pubblico del prodotto come quello *ex art. 2468*, primo comma, c.c.: che viene derogato dall'art. 100-*ter* t.u.f. unicamente per le campagne di *crowdfunding*, ma che è altrimenti vigente⁵² e non può ritenersi implicitamente derogato dall'art. 3 della legge “capitali”. In tal senso depone anche la ricordata nozione di «strumenti finanziari ammessi a fini di crowdfunding», se si tiene a mente che essa è stata introdotta *ex novo* dalla normativa eurounitaria del *crowdfunding* pro-

(nt. 15), 39 s., ma poi comunque dubitando dell'ammissibilità a MTF (53 s.); F. ACCETTELLA, *Raccolta di capitali di rischio tramite portali e forme di intermediazione finanziaria*, in *Start-up e PMI innovative: scelte statutarie e finanziamento*, a cura di S. CORSO, Napoli, Esi, 2019, 186 s.; in posizione intermedia, S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da G. PRESTI, M. CERA, I. Bologna, Zanichelli, 2020, 85 s., per cui la destinazione al mercato delle (sole) quote emesse da s.r.l.-PMI ne comporterebbe la qualifica come «strumenti finanziari» e legittimerebbe la domanda se si possano considerare anche «valori mobiliari»; di avviso ancora diverso, D. COLONNELLO, E.R. IANNACCONE, G. MOLLO, M. ONZA, (nt. 33), 49 ss., per i quali la qualificazione delle quote di s.r.l. standardizzate come valori mobiliari, benché auspicabile *de jure condendo*, sarebbe *de jure condito* dubbia (ma, peraltro, non significativa ai fini della disciplina dell'offerta al pubblico, poiché il “regime speciale” del *crowdfunding* sottrae comunque le quote di s.r.l. *tout court* oggetto di offerta alla disciplina del mercato primario).

⁵⁰ Sulla falsariga del meccanismo normativo adottato per i contratti derivati dematerializzabili: M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione «cartolare»*, Milano, Giuffrè, 2001, 76 s., 146; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Torino, Giappichelli, 2007, 335 s.; e cfr. C. ANGELICI, *Sul contratto di borsa*, Milano, Giuffrè, 2021, 209 ss.; G. GUIZZI, (nt. 30), 751, nota 24; con riferimento alle quote di s.r.l. dematerializzate, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di s.r.l.?*, in *Quaderni Assosim*, 2023, 13; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 13 s.

⁵¹ E. RIGHINI, *Strumenti e prodotti finanziari*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, Giuffrè, 2011, 1166; M. CIAN, *Le forme dell'attività: i servizi, i modelli contrattuali, i prodotti*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, (nt. 47), 191; E. CUSA, (nt. 47), 681; ma v., sull'argomento, M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 577 s.; G. GUIZZI, (nt. 30), 751.

⁵² Sopra, par. 2.

prio sull'assunto che la presenza di un divieto di offerta al pubblico impedisca la sussunzione della partecipazione in questione nella categoria dei valori mobiliari.

Se si condivide che la nozione di «mercato dei capitali» contenuta nella definizione di valori mobiliari vada intesa in senso lato, si potrebbe allora ritenere che possano essere ammesse a negoziazione su MTF, naturalmente purché dematerializzate, quote di s.r.l.-PMI che siano già state oggetto di una previa offerta tramite *crowdfunding*⁵³.

Va aggiunto, nondimeno, che è quanto meno dubitabile che nel medesimo MTF possano essere ammesse a negoziazione simultaneamente quote di s.r.l.-PMI e azioni di s.p.a., per più di una ragione. Ove si giungesse a un simile approccio, nello stesso mercato verrebbero negoziati strumenti finanziari emessi da due distinte categorie di soggetti emittenti, ciascuna retta da un proprio statuto normativo (rispettivamente quello della s.p.a. negoziata⁵⁴ e quello della s.r.l.). La diversità del contenuto delle due tipologie di strumenti renderebbe particolarmente elevato il pericolo, infatti, che le dinamiche di mercato non operino in maniera del tutto regolare. Nella specie, non appare fuori luogo immaginare che, in un simile contesto, l'ammissione al mercato di quote di s.r.l. possa rappresentare un ostacolo alla fluidità dei meccanismi di formazione del prezzo. Ciò, non solo e non tanto per la maggiore intensità del profilo di rischio medio, rispetto ai titoli azionari, che caratterizza la s.r.l. (in ragione sia dei livelli di patrimonializzazione, sia dell'assetto dei controlli interni), ma soprattutto e precipuamente in ragione della natura non standardizzata della struttura organizzativa di tale tipo, e quindi del contenuto dello strumento finanziario, al di là della sua standardizzazione dal punto di vista del valore nominale. Dovendosi ritenere che siffatte informazioni siano elementi utilizzati nella formazione del prezzo di scambio dei titoli⁵⁵, ne discende

⁵³ In alternativa, si potrebbe forse ritenere che, vista la permanenza del divieto di offerta «al pubblico», le quote di s.r.l.-PMI dematerializzate possano essere ammesse a negoziazione purché l'offerta sia riservata a investitori professionali: come peraltro avviene attualmente per buona parte dell'ammissione alle negoziazioni su MTF anche di titoli azionari. A una simile conclusione, però, potrebbe ostare il rilievo per cui l'offerta riservata è soggetta a una disciplina eccezionale proprio in quanto di per sé costituisce comunque una forma, per quanto peculiare, di offerta al pubblico.

⁵⁴ È peraltro utile ricordare che la sola ammissione a negoziazione su MTF, *per un verso*, non comporta automaticamente l'acquisto dello *status* di società aventi azioni diffuse (nemmeno a seguito della legge “capitali”: cfr. il nuovo art. 2325-ter c.c.); *per l'altro*, determina l'applicazione, in aggiunta al regime della s.p.a. di base, di un’“antologia” di regole selezionate all'interno del regime della s.p.a. quotata. È possibile (e anzi frequente), quindi, che la s.p.a. le cui azioni sono negoziate su MTF sia disciplinata in massima parte dalle regole proprie della s.p.a. “chiusa”, nonostante la legge “capitali” estenda il novero delle disposizioni che hanno come presupposto applicativo il fatto puro e semplice negoziazione, senza che sia necessaria l'integrazione della fattispecie della diffusione presso il pubblico.

⁵⁵ È acquisito che nella formazione del prezzo vengano incluse, per lo meno in linea teorica, le informazioni relative ai profili strutturali – e *lato sensu* organizzativi – dell'ente: per quanto riguarda, ad es., sia gli assetti proprietari (v., e.g., R. GILSON, *Controlling Family Shareholders in Devel-*

che la presenza nella medesima sede di negoziazione di quote di s.r.l. e di azioni di s.p.a. equivarrebbe a consentire lo scambio di beni finanziari tra loro non omogenei e non fungibili⁵⁶, con la conseguenza, nella migliore delle ipotesi, dell'applicazione di uno sconto a tutte le s.r.l. ivi ammesse per la sola ragione della loro non comparabilità con le s.p.a.; o, nella peggiore, dell'applicazione di uno sconto via generalizzata a tutti gli strumenti scambiati in un simile mercato, secondo i meccanismi del c.d. *market for lemons*.

Peraltro, ove si volesse immaginare che, quale condizione per l'ammissione a

oping Countries. Anchoring Relational Exchange, in 60 *Stanford L. Rev.*, 2007, 633 ss.; H. ALMEIDA, S.Y. PARK, M.G. SUBRAHMANYAM, D. WOLFENZON, *The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols*, in 99 *J. of Fin. Econ.*, 2011, 447 ss.; ragione che spiega l'esistenza di obblighi di *disclosure* aventi ad oggetto le partecipazioni rilevanti: cfr. C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, 178 ss.; E. GINEVRA, (nt. 23), 483) sia la composizione e la struttura dell'organo amministrativo (E. GINEVRA, (nt. 23), 481; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Investor protection and corporate governance*, in 58 *J. of Fin. Econ.*, 2001, 3 ss.; ciò, a prescindere dall'effettiva esistenza di una correlazione, e della direzione dell'eventuale rapporto, tra "qualità" della *corporate governance* e andamento dell'attività, sulla quale esistono contrastanti evidenze empiriche: ad es., cfr. G. BERNILE, V. BHAGWAT, S. YONKER, *Board diversity, firm risk, and corporate policies*, in 127 *J. of Fin. Econ.*, 2018, 588 ss., con R.B. ADAMS, D. FERREIRA, *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, in 94 *J. of Fin. Econ.*, 2009, 291 ss.) sia il funzionamento interno dell'organo assembleare (E. GINEVRA, (nt. 23), 483; M. MAUGERI, (nt. 23), 1237 s.). Sulla base di tutto ciò, è ragionevole attendersi che, nel momento in cui la struttura organizzativa in senso stretto (rapporto tra soci e amministratori) non sia, come nella s.r.l. e a differenza di quanto tradizionalmente avviene con i titoli azionari, normativamente standardizzata (cfr., infatti, sul rapporto tra autonomia statutaria e s.p.a. quotata, M. MAUGERI, (nt. 23), 1263), nella formazione del prezzo vengano incorporate le informazioni individuali relative alla struttura caratteristica della singola emittente (s.r.l.), e comunque quelle relative alle peculiarità derivanti – inderogabilmente – dal regime normativo applicabile (ad es., art. 2479, primo comma, c.c.); sulla base di meccanismi non dissimili a quelli che conducono alla formazione del prezzo delle emissioni obbligazionarie, la quale dipende dalle specificità individuali (negoziali e legali) della singola operazione: M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, in 89 *Northwestern Univ. L. Rev.*, 1994-1995, 575 ss.; C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018, 249. E, infatti, nel momento in cui si ammette la compresenza nel medesimo mercato di diverse tipologie di emittenti, si verifica un tendenziale livellamento dello statuto normativo applicabile, che fa venire meno le peculiarità dei vari "tipi": con riferimento all'esperienza belga, v. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in questo fascicolo della *Rivista*, a 12 del dattiloscritto consultato per cortesia dell'A.; S. CORSO, A. LAUDONIO, (nt. 6), 13, nota 49 («la compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e di strumenti finanziari con differenti livelli di complessità risulta, in un certo senso, fisiologicamente ammessa dal sistema... D'altra parte, gli emittenti che accedono a tali mercati, indipendentemente dalla dimensione e dalla forma societaria, devono soggiacere alle medesime regole in punto di accesso e di permanenza sul mercato, compresi i requisiti aggiuntivi individuati dal regolamento di mercato, che impongono determinati obblighi in tema di governo societario, nonché in tema di informazione societaria e di informazione finanziaria periodica»), 15.

⁵⁶ A ben vedere, del resto, in presenza di più s.r.l. "emittenti", le quote rappresentative della partecipazione in ciascuna di esse non sarebbero tra fungibili, in ragione di quanto detto nel testo.

MTF, la s.r.l. dovesse replicare statutariamente le regole organizzative proprie della s.p.a., verrebbe meno allora la ragione (e l'apprezzabilità per la collettività) per la quale consentire la compresenza di due tipi di emittenti la cui unica differenza risiederebbe nei più morbidi requisiti di capitalizzazione previsti per uno dei due.

Da tale osservazione scaturisce un'ulteriore perplessità, che pare sussistere anche a prescindere da quella appena formulata. Ove si osservi la situazione ipotizzata (MTF nel quale verrebbero negoziate sia azioni di s.p.a., sia quote di s.r.l.) nella prospettiva della parità di trattamento dei soggetti emittenti, infatti, ci si avvede che una classe tra essi (s.p.a.) sarebbe soggetta a un regime normativo notoriamente più rigido rispetto all'altra (s.r.l.), senza un'apparente ragione giustificatrice di tale diversità. Immaginare che siffatta disparità di trattamento⁵⁷ possa essere legittimamente fondata sull'esigenza di incentivare le imprese organizzate come s.r.l. ad accedere a forme "più progredite" di raccolta dei capitali non sembra corretto, atteso che tale esigenza può essere soddisfatta mediante la creazione di MTF *ad hoc*, senza pregiudizio alcuno per le emittenti (s.p.a.) già ammesse a negoziazione su MTF preesistenti.

⁵⁷ Che emerge anche in termini diacronici: fino a un certo momento, le imprese organizzate come s.r.l. che intendessero accedere a un MTF erano tenute a trasformarsi in s.p.a.; sull'esperienza delle LLC quotate nel modello statunitense, P. AGSTNER, (nt. 55), 12 ss.

Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico

The publicly traded limited liability companies: a comparative overview

Peter Agstner *

ABSTRACT:

L'articolo esamina in ottica comparatistica il tema della s.r.l. aperta, ossia con quote di partecipazione al capitale sociale offerte al pubblico su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione. Rispetto al fenomeno in questione, indubbiamente dirompente sotto il profilo storico-diacronico, non è dato riscontrarsi allo stato attuale una *regulatory competition* tra ordinamenti giuridici a velocità analoga rispetto a quella osservabile nel diritto delle società chiuse. Infatti, si assiste piuttosto ad una contrapposizione tra legislazioni ad impronta “tradizionale” con chiusura della s.r.l. rispetto al mercato dei capitali (Germania, Spagna, Francia e Austria) e legislazioni più “progressiste” con corrispondente apertura al mercato dei capitali (Belgio, Olanda e Stati Uniti d'America). Dopo un esame delle scelte di *policy* compiute in tali esperienze giuridiche straniere, nella parte conclusiva del lavoro si procede ad una valutazione critica delle stesse, interrogandosi sui possibili riflessi sulla disciplina in evoluzione della s.r.l. di diritto italiano.

The article examines from a comparative perspective the topic of the publicly traded LLC, i.e. with quotas offered to the public on a regulated market or a multilateral trading facility. With reference to the phenomenon in question, which is undoubtedly disruptive from a historical-diachronic perspective, regulatory competition between legal systems at a similar speed to that observable in the law of closed companies cannot be detected at the present stage. In fact, there is rather a juxtaposition between “traditional” legislations with a closure of the limited liability company towards the capital market (Germany, Spain, France and Austria) and more “progressive” legislations with a corresponding opening to the capital market (Belgium, the Netherlands and the United States of America). After an examination of the policy choices made in these foreign legal experiences, the concluding part of the work proceeds to a critical evaluation of them, questioning the possible reflections on the evolving regulation of the Italian LLC.

*Ricercatore di diritto commerciale (tipo B), Libera Università di Bolzano; e-mail: peter.agstner@unibz.it. Lo scritto costituisce la rielaborazione, con le opportune integrazioni e l'arricchimento dell'apparato bibliografico, della relazione tenuta in data 27 ottobre 2023 al seminario *online* organizzato da questa Rivista su “Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora”. Si ringraziano Eckart Bueren, Miguel Gimeno Ribes, Susanne Kalss e Matthias Pendl per utili segnalazioni bibliografiche.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Legislazioni ad impronta “tradizionale” con chiusura della s.r.l. rispetto al mercato dei capitali. – 2.1. Germania come “apripista”. – 2.2. Analoghe prese di posizione in altri ordinamenti dell’Europa continentale: Spagna, Francia e Austria. – 3. Legislazioni ad impronta “progressista” con apertura della s.r.l. al mercato dei capitali: i casi di Belgio, Olanda e Stati Uniti d’America. – 4. Conclusioni.

1. Introduzione.

Il tema oggetto del presente intervento riguarda la s.r.l. aperta in prospettiva comparatistica. Un tale sguardo di indagine è interessante sotto (almeno) due profili, connessi tra loro: *in primo luogo*, perché consente di verificare se la strada di politica legislativa intrapresa dal legislatore italiano, specialmente a seguito della recente entrata in vigore della legge c.d. Capitali¹, trovi una qualche corrispondenza nelle omologhe regolamentazioni straniere, da cui trae eventualmente ispirazione o, per converso, funge da fonte ispiratrice; *in secondo e (appunto) connesso luogo*, perché l’esperienza comparatistica permette di valutare il posizionamento in qualche modo “strategico” delle nostre scelte di *policy* nell’attuale serrata concorrenza tra ordinamenti giuridici verso una fortissima liberalizzazione del diritto delle *private companies*, ove gli spazi di manovra sono massimi a causa del mancato imbrigliamento prodotto invece nel diritto delle *public companies* dalla legislazione eurolunitaria². Il risultato è quello che autorevole dottrina chiama ibridazione o, finanche, omologazione dei tipi societari³, questione di vertice su cui si spenderà qualche parola in conclusione del presente lavoro.

¹ L. 5 marzo 2024, n. 21 (Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti).

² Per uno sguardo d’insieme su questa evoluzione, P. GIUDICI, *Il puzzle del diritto europeo*, Relazione presentata al Convegno internazionale di studi per i settant’anni della *Rivista delle società* (Venezia, 10-11 novembre 2023) e letta per la cortesia dell’A.

³ Cfr., fra diversi, P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance nella ‘nuovissima’ s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441, 1458 ss.; M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 1178, 1179; ID., *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969, 981 ss.; M. SPERANZIN, *S.r.l. piccole-medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*, in *Riv. soc.*, 2018, 335 ss.; nella dottrina tedesca, specialmente, H.P. WESTERMANN, *Vertragsfreiheit und Typengesetzlichkeit im Recht der Personengesellschaften*, Heidelberg, Springer, 1970, *passim* e in part. 95 ss.; da ultimo, H. FLEISCHER, *Der numerus clausus im Gesellschaftsrecht: Rechtsdogmatik – Rechtsvergleichung* –

Approcciando l'argomento in questione, una prima evidenza si impone con forza. Si è, infatti, constatato il convinto attivismo di molti legislatori sovranazionali nel riformare il proprio sistema (economico-)giuridico al fine di consentire il più facile reperimento di nuova finanza privata, tanto di *equity* quanto di *debt*, da parte delle PMI, specialmente di quelle di nuova costituzione ad alto valore tecnologico⁴. Ed è proprio seguendo questo *Leitmotiv* che abbiamo assistito in Italia alle note riforme del diritto della s.r.l. durante il lustro 2012-2017, e poi ad analoghe iniziative legislative in Slovacchia (con l'introduzione di un nuovo tipo societario, la s.p.a. semplificata, sull'esempio della *société par actions simplifiée* francese)⁵ e, più recentemente ancora, in Spagna (con la c.d. *ley de startups* del 2022)⁶ ed in Austria (con la legge introduttiva della c.d. *Flexible-Kapitalgesellschaft*, una forma societaria ibrida tra s.r.l. e s.p.a.)⁷. Tuttavia, non mancano scelte di segno contrario, come testimoniato dal legislatore belga, che, nonostante l'ampia riforma nel 2019 del proprio diritto societario, è rimasto inerte su questo fronte⁸. In tutti questi casi, gli interventi riformatori si sono concentrati sulla in-

Rechtsökonomie – Rechtspolitik, in ZGR, 2023, 261 ss.; ID., *Auf dem Marktplatz der Rechtsformideen: Rechtsvergleichende Wege zur Ausgestaltung des Rechtsformtableaus im Gesellschaftsrecht*, in JZ, 2024, 53 ss.

⁴ Anticipando successivi sviluppi, J.A. MCCAHERY, E.P.M. VERMEULEN, *High-Tech Start-ups in Europe: The Effect of Regulatory Competition on the Emergence of New Business Forms*, in *European L. J.*, 2001, 459 ss.

⁵ M. PATAKYOVÁ, M. KAČALJAK, B. GRAMBLÍKOVÁ, J. MAZÚR, P. DUTKOVÁ, *Slovak Simple Joint Stock Company – Critical Review and Preliminary Assessment*, in 17 *ECFR*, 2020, 205 ss.

⁶ *Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes*. Per un commento del progetto preliminare, E. MORENO SERRANO, *Anteproyecto de Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes*, in *Rev. derecho de sociedades*, 2021, 351 ss.; più diffusamente, per i profili societari, M.T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, *Especialidades societarias de las empresas emergentes*, in *El derecho ante realidades disruptivas: empresas emergentes, sociedades pantalla y cryptoactivos*, a cura di J.M. ALMUDÍ CID, M.Á. MARTÍNEZ LAGO, M.T. MARTÍNEZ MARTÍNEZ, Cizur Menor, Civitas Thomson Reuters, 2022, 19 ss.

⁷ *Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2023 (GesRÄG 2023)*, che all'art. 1 detta la disciplina di legge della *Flex-KapG (Bundesgesetz über die Flexible Kapitalgesellschaft)*. In dottrina, per un commento, H. FLEISCHER, M. PENDL, *Die Flexible Kapitalgesellschaft als österreichische Rechtsformneuschöpfung: Genese – Grundlagen – Gesamtwürdigung*, in *GmbHHR*, 2024, 174 ss.; E. HEINRICH- PENDL, M. PENDL, „Flexible Kapitalgesellschaft“ – Entwurf einer Start-up-Rechtsform für Österreich, in *GmbHHR*, 2023, R224 ss.; S. KALSS, *Die flexible Kapitalgesellschaft – eine neue Rechtsform für Österreich*, in *NZG*, 2023, 1437; S. BYDLINSKI, *Von der Austrian Limited zur FlexCo*, in *ÖJZ*, 2023, 884 ss.; C. FRITZ, *Eine neue Rechtsform in Österreich: Die Flexible Kapitalgesellschaft – ein praxisnaher Überblick aus österreichischer Sicht*, in *GmbHHR*, 2024, 169 ss. Viene così in qualche modo dato seguito – si può verosimilmente ritenere senza che il legislatore austriaco ne avesse avuto contezza – ad una proposta avanzata negli U.S.A. da un giovane studioso israeliano, il quale suggerisce l'introduzione di un modello societario *ad hoc* per le imprese finanziate da fondi di *venture capital*: G. WEISS, *The Venture Corporation*, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 28 novembre 2023).

⁸ Lo sottolinea criticamente H. DE WULF, *An Introduction to and Evaluation of the 2019 Belgian*

centivazione del c.d. *venture capital financing* di imprese *startup* innovative e, quindi, di società chiuse senza vocazione di apertura al mercato dei capitali, se non nella fase finale di *exit* degli investitori professionali (*VC*, *business angels*) tramite un'offerta pubblica iniziale (*IPO*) in luogo della cessione d'azienda (*trade sale*), tecnica di disinvestimento – quest'ultima – comunque più comunemente praticata nell'esperienza concreta⁹.

Se, invece, dirigiamo lo sguardo verso le s.r.l. aperte, il quadro si presenta per certi versi più frastagliato. Si tratta di constatazione forse ovvia, se solo si consideri che la s.r.l., nata in Germania con il *GmbHG* del 1982¹⁰, per poi divenire – secondo la felice espressione di Marcus Lutter – uno dei prodotti legali d'esportazione più importanti e di maggiore successo¹¹, è storicamente un tipo societario per la conduzione di imprese (medio-piccole) chiuse. Ora, invece, per le risapute ragioni di crisi economica e di scarsa attrattività dei mercati finanziari, si assiste, almeno in Italia, ad un cambio di paradigma o, volendo fare proprie le parole di Thomas Kuhn¹², ad una rivoluzione dirompente che scardina, lasciandoci un po' disorientati, le consolidate fondamenta.

Eppure, a livello comparatistico, guardando più da vicino alla s.r.l. aperta, una *regulatory competition* a velocità analoga rispetto a quella osservabile nel diritto delle società chiuse non è dato riscontarsi allo stato attuale¹³. Certo, vi è il finanziamento pubblico della s.r.l. tramite *crowdfunding*, ma, stando ai volumi complessivi di raccolta e al profilo (sostanzialmente da *venture capitalist*) degli inve-

Companies Act – Preparing for the Previous War?, in 20 *ECFR*, 2023, 109, 159 («Today, a reform of the law of private companies should probably also be about actively catering to the capital and governance structures desired by venture capital and private equity investors»).

⁹ Per tutti i riferimenti, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353 ss.; A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss.; P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in 23 *EBOR*, 2022, 787 ss.

¹⁰ Per dettagli storici, H. FLEISCHER, *Einl.*, in H. FLEISCHER, W. GOETTE (hrsg.), *Münchener Kommentar GmbHG*, Bd. 1, 2. Aufl., München, C.H. Beck, 2015, *Rdn.* 50 ss.; W. SCHUBERT, *Das GmbH-Gesetz von 1892 – „eine Zierde unserer Reichsgesetzsammlung“*. *Das historische Geschehen um die GmbH von 1888 bis 1902*, in M. LUTTER, P. ULMER, W. ZÖLLNER (hrsg.), *Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz*, Köln, Dr. Otto Schmidt, 1992, 1 ss.

¹¹ M. LUTTER, *Die Entwicklung der GmbH in Europa und in der Welt*, in M. LUTTER, P. ULMER, W. ZÖLLNER (hrsg.), (nt. 10), 49 («einem unserer wichtigsten und erfolgreichsten Exportartikel im Recht»).

¹² T.S. KUHN, *La struttura delle rivoluzioni scientifiche*² (trad. it., da cui si cita), Torino, Einaudi, 2009, 19 ss., in part. 75 ss. (quanto ai temi delle anomalie e crisi del paradigma); in una prospettiva più ampia, K.R. POPPER, *Logica della scoperta scientifica* (trad. it., da cui si cita), Torino, Einaudi, 2010, 66 ss.

¹³ In generale sugli sviluppi convergenti e divergenti nel diritto delle s.r.l. chiuse, v. bene H. FLEISCHER, *Internationale Trends und Reformen im Recht der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *NZG*, 2014, 1081 ss.

stitori esterni¹⁴, sembra tuttora condivisibile l'opinione già espressa in precedenza secondo cui si è in presenza di un fenomeno piuttosto marginale¹⁵. Inoltre, per via della primazia del diritto europeo e la conseguente disapplicazione di disposizioni nazionali in contrasto con il regolamento *Crowdfunding* (UE) 2020/1503¹⁶, significativi disallineamenti di disciplina comunque sembrano improbabili¹⁷. Per tali ragioni, pare più stimolante chiedersi in questa sede quale sia la posizione dei legislatori stranieri rispetto al tema della s.r.l. aperta in senso “stretto”, ossia con quote di partecipazione offerte al pubblico su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione¹⁸.

2. Legislazioni ad impronta “tradizionale” con chiusura della s.r.l. rispetto al mercato dei capitali.

Nella nostra indagine comparatistica incontriamo un primo gruppo di ordinamenti, per i quali un simile percorso risulta precluso in partenza quale conseguenza di una precisa scelta di politica legislativa¹⁹.

2.1. Germania come “apripista”.

Particolarmente istruttive si rivelano le ampie discussioni svoltesi in Germania, ove l'adozione di una “grande soluzione”²⁰ volta a concepire la s.r.l. come

¹⁴ V. i dati statistici forniti dal POLITECNICO DI MILANO, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, 30 giugno 2023, disponibile su www.osservatoriocrowdinvesting.it (ultimo accesso 6 febbraio 2024), che evidenzia un volume totale di raccolta negli ultimi 12 mesi di 343,99 milioni di euro (-1%), con un mercato che in qualche modo “tiene” grazie solo ai progetti immobiliari.

¹⁵ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 9), 353, 396 ss.

¹⁶ S. BRINKMAN, M.E. RASMUSSEN, *The New EU Crowdfunding Regulation – Explanations and Perspectives*, in *Nordic J. Comm. L.*, 2022, 55 ss.; amplius J. ÖHMANN, *Die Verordnung über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleistungen*, Berlin, Duncker & Humblot, 2023, 112 ss.

¹⁷ Nel prosieguo, però, si evidenzieranno talune differenze di disciplina con riferimento alle scelte di attuazione del regolamento *Crowdfunding* nelle diverse esperienze nazionali.

¹⁸ Per questa definizione, fra molti, O. CAGNASSO, *S.r.l. aperta*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 1208.

¹⁹ Per primi riferimenti comparatistici, riferiti prevalentemente alla raccolta di capitale tramite piattaforme di *equity-crowdfunding*, v., nella nostra dottrina, F. BRIZZI, *S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 41 ss.; S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, 75 ss.; P. SPOLAORE, *S.r.l. e offerta al “pubblico” di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 15 ss.

²⁰ L'espressione è di H. FLEISCHER, *Die Finanzierung der GmbH*, in L. MICHALSKI, A. HEIDINGER, S. LEIBLE, J. SCHMIDT (hrsg.), *Kommentar zum GmbHG*, Bd. 1, 4. Aufl., München, C.H. Beck,

Publikumsgesellschaft veniva per la prima volta seriamente presa in considerazione nei primi anni '80 del secolo scorso dal consiglio d'esperti (*Sachverständigenrat*) nel rapporto annuale di valutazione dello sviluppo macroeconomico²¹; nonché, a seguire, dal 55° *Deutsche Juristentag* di Amburgo (1984)²² e, specialmente, dalla commissione di esperti istituita nel 1987 dal governo del *Land* Baden-Württemberg (la c.d. commissione "*Zweiter Börsenmarkt*")²³.

Le proposte di riforma in tali sedi formulate consistevano sostanzialmente nell'incorporazione delle quote di s.r.l. in titoli standardizzati e fungibili, con conseguente cancellazione del requisito della forma notarile ai fini del valido trasferimento (§ 15, *Abs.* 3, *GmbHG*)²⁴, e nell'ammissione alla negoziazione di tali titoli sugli (allora) esistenti segmenti di mercato non regolamentati, ovvero presso il *Freiverkehr* e il *Geregelter Markt*, entrambi istituiti con il *Börsenzulassungsgesetz* del 1986; preclusa, invece, doveva rimanere la negoziazione sul c.d. *Amtlicher Markt*²⁵. La novità principale delle proposte elaborate dalla commissione *Zweiter Börsenmarkt* riguardava in particolare l'autonomia da riconoscere alle borse secondarie affinché potessero indicare nelle proprie condizioni di ammissione le clausole da inserire obbligatoriamente nello statuto sociale della s.r.l. aperta.

2023, *Rdn.* 111 («„große“ Lösung»); a livello monografico, U. HEINDL, *Die Börseneinführung von GmbH-Anteilen*, Frankfurt am Main, Knapp, 1987.

²¹ SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, *Jahresgutachten* 1979/80, 22.11.1979, disponibile su <https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/publikationen/jahresgutachten.html> (ultimo accesso 6 febbraio 2024).

²² D. REUTER, *Welche Maßnahmen empfehlen sich, um die Eigenkapitalausstattung langfristig zu verbessern?*, *Gutachten B für den 55. Deutschen Juristentag*, München, C.H. Beck, 1984, B7 ss., ove la maggioranza dei votanti, nonostante il parere contrario del relatore Reuter, si esprimeva a favore della negoziabilità delle quote di *GmbH* (: 73 voti favorevoli; 65 contrari; 11 astenuti). Per un confronto critico con il *Gutachten* di Reuter, v. K. SCHMIDT, *Die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen als rechtspolitisches Problem*, in *JZ*, 1984, 771 ss.

²³ MINISTERIUM FÜR WIRTSCHAFT, MITTELSTAND UND TECHNOLOGIE BADEN-WÜRTTEMBERG (hrsg.), *Bericht der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“ – Börsenzugang für kleine und mittlere Unternehmen*, Stuttgart, 1987. Per una discussione delle relative proposte di riforma, cfr., fra diversi, C.P. CLAUSSEN, *Börsenzugang für mittelständische Unternehmen*, in *GmbHR*, 1988, 417 ss.; ID., *Kleine Kapitalgesellschaften und der Zugang zum Kapitalmarkt*, in *ZHR*, 1989, 216 ss.; P. HOMMELHOFF, *Börsenhandel von GmbH- und KG-Anteilen? Zu den Vorschlägen der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“*, in *ZGR*, 1989, 181, in part. 189 ss.; B.-H. HENNERKES, P. MAY, *Als GmbH und KG an die Börse. Anmerkungen zu den Vorschlägen der Stuttgarter Arbeitsgruppe „Zweiter Börsenmarkt“*, in *Der Betrieb*, 1989, 1709 ss.

²⁴ Su questo punto, C.P. CLAUSSEN, *Börsenzugang*, (nt. 23), 417, 421, il quale ricorda che, nonostante il requisito di forma di cui al § 15, *Abs.* 3, *GmbHG*, verso la fine del XVIII secolo e sino agli inizi della Prima guerra mondiale si assisteva ad una vivace negoziazione di quote di s.r.l. presso le borse di Berlino ed Amburgo; ID., *Kleine Kapitalgesellschaften*, (nt. 23), 234.

²⁵ Per una descrizione di questi segmenti di mercato, v. C.P. CLAUSSEN, *Kleine Kapitalgesellschaften*, (nt. 23), 227 ss.; ora per ampi ragguagli C. KUMPAN, *Einl. BörsG*, in K.J. HOPT (hrsg.), *Handelsgesetzbuch*, 42. Aufl., München, C.H. Beck, 2023, *Rdn.* 1 ss.

Tuttavia, tali idee non si sono poi tradotte in realtà, con le critiche principali ad appuntarsi sul difetto di standardizzazione *normativa* del tipo s.r.l., garantita invece nella *Aktiengesellschaft* (AG) dal noto principio della *Satzungsstrenge* di cui al § 23, Abs. 5, *AktG*²⁶, in difetto del quale l'investitore sarebbe tenuto ad acquisire ogni volta preventivamente tutte le informazioni riguardanti il contenuto del proprio contratto di investimento e a contrarre all'occorrenza – con correlativo aumento dei costi di transazione – il riconoscimento di ulteriori diritti partecipativi. Tutto ciò permette di concludere ad una voce autorevole della dottrina tedesca che un'apertura del mercato dei capitali alle quote di *GmbH* non dovrebbe oggi più seriamente formare oggetto di discussione²⁷. Invero, si tratta di giudizio che riprende quello ancora più *tranchant* espresso da altra autorevole voce a ridosso della pubblicazione della menzionata proposta del 1989, secondo cui la forma giuridica di una *BörsenGmbH* (o, parimenti, *BörsenKG*) rappresenterebbe niente di meno che una evoluzione difettosa (*Fehlentwicklung*)²⁸.

Si esclude, vieppiù, l'utilità pratica di una simile scelta regolamentare a causa della facile trasformabilità della s.r.l. in s.p.a. e della disponibilità di una c.d. *kleine Aktiengesellschaft* (= “piccola” s.p.a.)²⁹ quale valida alternativa alla s.r.l. per la gestione di imprese medio-piccole³⁰. Inoltre, che il legislatore tedesco non possa a questo proposito essere tacciato di incoerenza sistematica è dimostrato anche dal fatto che ancora recentemente l'offerta al pubblico tramite *crowdfunding* (la c.d. *Schwarmfinanzierung*) non può avere ad oggetto, secondo le indicazioni fornite dall'autorità di vigilanza *BaFin*, proprio le quote di *GmbH*³¹.

Infine, nessuna nuova spinta innovativa proviene dal recente c.d. *Zukunftsfi-*

²⁶ Su cui, in luogo di tutti, P. LIMMER, § 23 *AktG*, in G. SPINDLER, E. STILZ (hrsg.), *Aktienrecht*, Bd. 1, 5. Aufl., München, C.H. Beck, 2022, *Rdn.* 47 ss., ove tutti gli ulteriori riferimenti.

²⁷ H. FLEISCHER, (nt. 20), *Rdn.* 112 («eine Öffnung des organisierten Kapitalmarktes für GmbH-Anteile [dürfte] nicht mehr ernsthaft zur Diskussion stehen»); di pari avviso già P. HOMMELHOFF, (nt. 23), 181, 212 («das Recht der Publikumsgesellschaften [kann] nicht von der Gestaltungsfreiheit her, sondern muß vom Prinzip der Satzungsstrenge her gedacht und verwirklicht werden»).

²⁸ Così P. HOMMELHOFF, (nt. 23), 181, 214, il quale propone quindi di prevedere, accanto alla esistente “*NormalAG*” per la quotazione delle azioni sul mercato regolamentato, una più flessibile “*AnlegerAG*” per la quotazione sui mercati non regolamentati, destinata ad intercettare gli investimenti da parte di investitori maggiormente propensi al rischio.

²⁹ *Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts* del 2.8.1994 (*BGBI.*, 1994 I, S. 1961), emanato sulla scorta delle proposte di riforma formulate dai giuristi Albach, Lutter, Corte, Friedewald e Reuter: v. H. ALBACH *et al.* (hrsg.), *Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei-Stufen-Modell*, Gütersloh, Bertelsmann Stiftung, 1988, 1 ss., con differenziazione tra s.p.a. privata, s.p.a. aperta (capitalistica) e s.p.a. grande (c.d. modello a tre scalini).

³⁰ Ancora H. FLEISCHER, (nt. 20), *Rdn.* 112.

³¹ A livello normativo, in forza dell'adeguamento della normativa domestica al Reg. (UE) 2020/1503 ad opera del *Schwarmfinanzierungsbegleitgesetz* del 10.6.2021, v. ora specialmente §§ 32b-32f *WpHG*.

finanzierungsgesetz (ZuFinG) dell'11 dicembre 2023³², il quale, nel solco di una politica legislativa ispirata oramai anche nel diritto dei mercati finanziari alla logica della c.d. *Reform in Permanenz*³³, prevede in nuce l'introduzione dell'azione elettronica (*eAktie*)³⁴; la rivitalizzazione delle azioni a voto plurimo (sino ad un massimo di dieci voti e con la relativa delibera di emissione da approvarsi con voto unanime ex §§ 12, 135a, Abs. 1, *AktG*); la maggiore liberalizzazione della disciplina dell'aumento di capitale e la revisione della protezione antidiluitiva ex § 255 *AktG*, così come la fissazione di condizioni-quadro per le *SPAC*³⁵.

Tuttavia, ferma rimane la possibilità di migliorare i canali di approvvigionamento finanziario della *GmbH* tramite l'emissione di *Genussscheine* (= certificati di godimento, attributivi di determinati diritti patrimoniali nei confronti della società), eventualmente ammessi alla negoziazione in borsa, ma con scarsissima diffusione tra le s.r.l. (grandi)³⁶. In quest'ottica, poi, frequente è l'impiego nella real-

³² Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen, pubblicato il 14 dicembre 2023 in BGBl., I 2023, Nr. 354.

³³ L'espressione è stata originariamente coniata da W. ZÖLLNER, *Aktienrechtsreform in Permanenz – Was wird aus den Rechten des Aktionärs*, in AG, 1994, 336.

³⁴ V. già prima il Gesetz über elektronische Wertpapiere (*eWpG*) del 3.6.2021 (BGBl. I 2021, S. 1423), riguardante obbligazioni al portatore e quote di fondi di investimento (in quest'ultimo caso, con contestuale modifica del *Kapitalanlagegesetzbuch* o *KAGB*). Per approfondimenti, L.M. GUNTERMANN, *RefE ZuFinG: Vorhang auf für die e-Aktie*, in AG, 2023, 426 ss.; J. LÜBKE, *Das Gesellschaftsrecht der elektronischen Aktie*, in F. MÖSLEIN, S. OMLOR (hrsg.), *Kryptoaktien*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2024, 39 ss., opportunamente sottolineando che le modifiche non hanno investito, nonostante qualche apertura in dottrina (F. MÖSLEIN, S. OMLOR, N. URBACH, *Grundfragen eines Blockchain-Kapitalgesellschaftsrechts*, in ZIP, 2020, 2149, 2157 ss.), la disciplina delle partecipazioni di *GmbH*; S. OMLOR, F. MÖSLEIN, S. GRUNDMANN (hrsg.), *Elektronische Wertpapiere*, Tübingen, Mohr Siebeck, 3 ss.; L. TOPP, *Elektronische Aktien*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2022, 7 ss.

³⁵ Per primi commenti, cfr. R. HARNOS, *Unternehmensrechtliche Regelungsvorschläge im Referentenentwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes*, in AG, 2023, 348 ss.; ID., *Zukunftsfinanzierungsgesetz im Bundestag – mehr Rückschritt wagen*, in AG, 2023, 873 ss.; M. CASPER, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in ZHR, 2023, 5 ss. T. FLORSTEDT, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Erleichterte Eigenkapitalaufnahme, elektronische Aktie und weitere Reformthemen*, in AG, 2024, 179 ss.; specificamente sulla revisione del § 255 *AktG*, J. KOCH, *§ 255 AktG nach dem ZuFinG – Was wird aus den Rechten des Aktionärs?*, in AG, 2024, 1 ss.; H. BUNGER, C. STROTHOTTE, *Neue Ära im Kapitalerhöhungsrecht – Die §§ 255 bis 255b AktG n.F. in der finalen Fassung des Zukunftsfinanzierungsgesetzes*, in *Der Betrieb*, 2024, 36 ss.; e sulla disciplina della *SPAC*, ora regolata nei §§ 44-47b *Börsengesetz*, e delle azioni a voto plurimo, T. FLORSTEDT, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Börsenmantelaktiengesellschaft und Mehrstimmrechtsaktie*, in NZG, 2024, 139 ss.; cui adde, per ampi e interdisciplinari approfondimenti, K.J. HOPT, S. KALSS, *Mehrstimmrechtsaktien – Grundsatzprobleme, Regelungsbausteine, Praxisfragen*, in ZGR, 2024, 84 ss.; E. BUEREN, J. CROWDER, *Mehrstimmrechte im Spiegel von Rechtsvergleichung und Ökonomie*, in 88 *RabelsZ*, 2024, 87 ss.

³⁶ L. VOLLMER, *Der Genussschein – ein Instrument für mittelständische Unternehmen zur Eigenkapitalbeschaffung an der Börse*, in ZGR, 1983, 445, 456 ss.; H. FLEISCHER, (nt. 20), *Rdn.* 113 ss.; ex professo, C. FRANZEN, *Genussscheine*, Köln, Carl Heymanns, 1993, 1 ss.; e nella dottrina austriaca, S. BERGMANN, *Genussrechte*, Wien, Manz, 2016, 1 ss.

tà operativa di società di persone chiamate a raccogliere investimenti presso il pubblico [c.d. *Publikumpersonengesellschaft*, normalmente nella forma della *GmbH & Co. KG*³⁷ o dell'associazione in partecipazione (c.d. *stille Gesellschaft*), con la *GmbH* a fungere da socio "silente"]³⁸.

2.2. Analoghe prese di posizione in altri ordinamenti dell'Europa continentale: Spagna, Francia e Austria.

Non diversamente si presenta la situazione normativa nella maggior parte degli altri ordinamenti giuridici dell'Europa continentale, come ad esempio in Spagna, Francia e Austria.

(a) In Spagna, la preclusione della quotazione di *participaciones sociales* sui mercati regolamentati e non deriva da un'esplicita previsione di legge. Infatti, l'art. 92.2, *Ley 2010/1 de sociedades de Capital (LSC)* statuisce che le quote di *sociedad de responsabilidad limitada (SRL)*, a differenza delle *acciones* (art. 92.1 *LSC*), non possiedono le caratteristiche dei valori mobiliari (*títulos-valores*) e, pertanto, non possono essere rappresentate da titoli cartacei o dematerializzati³⁹. Si tratta di impedimento che, secondo la dottrina dominante, distingue tipologicamente la s.r.l. dalla società anonima spagnola⁴⁰.

A differente conclusione non si giunge neppure a seguito dell'entrata in vigore della nuova *Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los*

³⁷ Per gli sviluppi storici, v. ampiamente H. FLEISCHER, T. WANSLEBEN, § 1 – *Portlandzementfabrik GmbH & Co. KG – BayObLGZ 13 (1913)*, 69, in H. FLEISCHER, J. THIESSEN (hrsg.), *Gesellschaftsrechts-Geschichten*, Tübingen, Mohr Siebeck, 2018, 27 ss.

³⁸ Per diffusi riferimenti a tale versatilità d'impiego delle *Publikumpersonengesellschaften*, v., nella nostra dottrina, P. SPOLAORE, (nt. 19), 83 ss., 85.

³⁹ Per un ampio commento, A. RECALDE CASTELLS, D. PÉREZ MILLÁN, *Art. 92*, in *Comentarios a la ley de sociedades de capital*, II, a cura di J.A. GARCÍA-CRUCES, I. SANCHO GARGALLO, Valencia, Tirant lo Blanch, 2021, 1303 ss., 1321; J. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.L. IGLESIAS PRADA, *Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales: las obligaciones (I)*, in *Lecciones de derecho mercantil*²⁰, I, a cura di A. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Á ROJO, Cizur Menor, Civitas Thomson Reuters, 2022, 418 s. («las participaciones carecen de la aptitud circulatoria imprescindible para ser objeto de transmisiones masivas e impersonales ..., lo que impide ... que las sociedades limitadas puedan cotizar en bolsa o en cualquier otro mercado, regulado o no»).

⁴⁰ Cfr. A. RECALDE CASTELLS, D. PÉREZ MILLÁN, (nt. 39), 1321: «La negación a las participaciones sociales de la condición de valores mobiliarios constituye uno de los principales rasgos tipológicos que separan a la sociedad limitada de la sociedad anónima, en coherencia con su carácter típicamente cerrado y las restricciones legales a la libre transmisibilidad de las participaciones». È interessante notare, in una prospettiva di circolazione della storia delle idee, che il ricorso a schemi argomentativi propri della *Typenlehre* colloca la dottrina spagnola non molto distante da alcune opinioni di uguale tenore espresse in passato da studiosi tedeschi: v. in particolare Reuter nel menzionato parere per il 55° *Deutsche Juristentag*; critico, invece, C.P. CLAUSSEN, *Kleine Kapitalgesellschaften*, (nt. 23), 219 ss., 223.

*Servicios de Inversión*⁴¹. Infatti, qualsiasi tentativo di rendere accessibile il finanziamento pubblico delle PMI attraverso il *mercado emergente* si è rivelato senza successo, non avendo le semplificazioni delle regole di quotazione su tale mercato di crescita fatto venire meno l'ostativo divieto di quotazione delle quote di SRL. Del tutto coerentemente, poi, il legislatore spagnolo, anche quando consente il finanziamento della SRL tramite *crowdfunding* (*Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*)⁴², espressamente esclude che le relative quote offerte al pubblico costituiscano *valores negociables* (art. 46, *Ley 5/2015*, così come da ultimo modificato con la *Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas*).

(b) In Francia, con scelta di *policy* ugualmente netta, l'emissione da parte della *société à responsabilité limitée* (SARL) di valori mobiliari diversi dalle obbligazioni⁴³ è vietata ai sensi di legge sotto pena di nullità (art. L. 223-11, al. 1, *Code comm.*). Ancora una volta, l'impedimento è dato dal divieto di incorporazione delle *parts sociales* (uguali) in titoli negoziabili (art. L. 223-12 *Code comm.*)⁴⁴. Per la *société par actions simplifiée* (SAS), tipo societario particolarmente diffuso e con tratti strutturali tipici di una società chiusa⁴⁵, l'art. L. 227-2 *Cod. comm.* statuisce che essa non può offrire le proprie azioni al pubblico né ammetterle alla negoziazione su un mercato regolamentato; la sola eccezione riguarda l'ipotesi di offerta tramite *crowdfunding*, e ciò in forza dell'espresso esonero di cui gode tale forma di finanziamento collettivo (*financement participatif*) dalla disciplina delle offerte al pubblico ex art. L. 411-2, 2°, *Code monétaire et financier*⁴⁶.

(c) In modo identico si presenta la situazione in Austria, ove la *Immobilisierung* delle quote di *GmbH* trova espressione in due norme, ossia nel § 75, *Abs. 3 e 4, GmbHG*, il quale pone un divieto di incorporazione in titoli di credito⁴⁷, e nel §

⁴¹ Ampiamente per un quadro generale, M. GIMENO RIBES, *La riforma del mercato mobiliare in Spagna*, in *Riv. soc.*, 2023, 858 ss.

⁴² Per dettagli, segnatamente con riguardo alla posizione del socio investitore in progetti di *financiación participativa*, M. GIMENO RIBES, *Estatuto jurídico del socio-mecenas*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 2020, 11 ss.

⁴³ È consentita, al ricorrere di determinate condizioni (revisione legale, bilanci certificati), l'emissione di obbligazioni nominative, senza possibilità però di loro offerta al pubblico.

⁴⁴ In dottrina, cfr. P. MERLE, A. FAUCHON, *Sociétés commerciales*²⁵, Paris, Dalloz, 2021, 272 ss.; P. Le CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*⁹, Paris, LGDJ, 2022, 892, n. marg. 1303 («Ces parts ne peuvent être représentées par des titres négociables»).

⁴⁵ D. DANET, *Actualité législative du droit des sociétés. Loi n° 94-1 du 3 janvier 1994*, in *RTD com.*, 1994, 274, 276, parla a tale proposito acutamente di «récontractualisation du droit des sociétés»; J. TRINKS, *Gesellschaftsrechtliche Wahlverwandtschaften: französische SAS und europäische SES*, in *ZEuP*, 2023, 83 ss.

⁴⁶ Eccezione introdotta con l'*ordonnance* n° 2014-559 du 30 mai 2014. In dottrina, P. Le CANNU, B. DONDERO, (nt. 44), 860, n. marg. 1246; nella nostra dottrina P. SPOLAORE, (nt. 19), 16 s.

⁴⁷ Per un commento, R.A. RAUTER, § 75 (*Stand*: 1.5.2023), in M. STRAUBE, T. RATKA, R.A.

76, *Abs. 2, GmbHG*, che richiede l'atto notarile ai fini del trasferimento della partecipazione sociale⁴⁸. Secondo parte della dottrina e la costante giurisprudenza, lo scopo ultimo di siffatta immobilizzazione consiste proprio nell'impedire la negoziazione in borsa delle relative quote di partecipazione ai fini della tutela degli investitori⁴⁹. Ancora ultimamente, il legislatore austriaco si è dimostrato fedele a tale approccio di chiusura della *GmbH* proprio in occasione dell'introduzione della *Flex-KapG*, le cui partecipazioni (ordinarie), leggendo in filigrana le motivazioni fornite con riferimento alla fattispecie dell'acquisto di azioni proprie (§ 15)⁵⁰, non sembrano destinate alla quotazione in un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione⁵¹.

3. *Legislazioni ad impronta “progressista” con apertura della s.r.l. al mercato dei capitali: i casi di Belgio, Olanda e Stati Uniti d'America.*

Sul fronte opposto, assistiamo invece a scelte più “progressiste” da parte di alcuni legislatori nazionali, i quali hanno deciso di percorrere la strada dell'apertura, nell'accezione indicata, della propria *private company* al mercato dei capitali.

(a) Ciò è, anzitutto, il caso del Belgio. Infatti, la s.r.l. belga (*Besloten Vennootschap* o *BV*, prima designata con l'acronimo *BVBA-sprl*), introdotta originariamente nel 1935, è stata assogettata con la recente riforma generale del diritto so-

RAUTER (hrsg.), *GmbHG Wiener Kommentar*, Wien, Manz, 2023, *Rdn.* 11 («Der Ausschluss der Verbriefung in leicht handelbaren Wertpapieren soll die Geschäftsanteile immobilisieren, was nach den Gesetzesmaterialien dazu geeignet sei, die Schädigung von größeren Teilen der Bevölkerung zu verhindern»).

⁴⁸ R.A. RAUTER, § 76 (Stand 1.10.2019), in M. STRAUPE, T. RATKA, R.A. RAUTER (hrsg.), (nt. 47), *Rdn.* 14 ss. Un'eccezione opera ora nella *Flex-KapG* per le (sole) cc.dd. *Unternehmenswert-Anteile*, che possono essere trasferite tramite semplice scrittura privata (§ 9, *Abs.* 6).

⁴⁹ In dottrina, fra diversi, M. AUER, *Zur Formpflicht gem § 76 Abs 2 GmbHG*, in *Juristische Blätter*, 2011, 361, 363 s.; già C. NOWOTNY, *Dynamische Anpassung des Gesellschaftsrechts*, in *GesRZ*, 1987, 61, 64 ss.; H. KREJCI, *Die GmbH auf Aktien*, in *Recht der Wirtschaft (RdW)*, 1995, 7, 9; nella giurisprudenza *OGH*, 18.2.1976, 1 *Ob* 530/76, in *SZ*, 49/23 = *GesRZ*, 1976, 130 («Das Formerfordernis beruht darauf, dass die Geschäftsanteile nicht zum Gegenstand des Handelsverkehrs werden sollen; insbesondere sollen sie nicht in den Börsenverkehr geraten und nicht zum Gegenstand der Agiotage werden»).

⁵⁰ Così nella *Entwurfsbegründung*, S. 12/18: «Im Vergleich zum Aktienrecht kommt die vorgeschlagene Regelung mit einer geringeren Zahl von Erwerbsstatbeständen aus. Die stärkere Ausdifferenzierung im Aktienrecht ist teils Folge der anderen Organisationsstruktur, teils ist sie auf die Möglichkeit des Börsehandels und letztlich auch auf die Differenzierung zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaften zurückzuführen».

⁵¹ Una negoziazione fra il pubblico potrà semmai avere ad oggetto altri strumenti di finanziamento (*sonstige Finanzierungsformen ex § 22*), come le obbligazioni convertibili o i certificati di godimento, sempreché la pratica ne ravvisi un'effettiva utilità.

cietario ad opera del *Code des sociétés et des associations* del 23 marzo 2019 – un esempio moderno di *Professorenrecht*⁵² – a un completo rimodellamento⁵³. Mentre in passato molte PMI risultavano organizzate, principalmente per ragioni fiscali, sotto forma di s.p.a. (*Naamloze Vennootschap* o *NV*), tant'è vero che se ne contavano più che in Germania, con la riforma del 2019, proprio al fine di invertire tale tendenza, veniva apprestata, nel solco di un approccio *contractarian*, una disciplina estremamente flessibile della “nuova” *BV*⁵⁴.

In questo quadro, anche se il codificatore concepisce la *BV* come veicolo privilegiato per la conduzione di imprese non quotate, nessuno ostacolo sussiste ad un'apertura delle stesse al mercato dei capitali. Infatti, il *Code* prevede che la s.r.l. belga, ora una società senza capitale sociale *minimo* (art. 5:1)⁵⁵, possa procedere alla quotazione in borsa delle *actions* ai sensi dell'Art. 1:11, con conseguente applicazione analogica di tutt'una serie di disposizioni dettate per le società quotate (così Art. 5:2, 2°)⁵⁶. A tal fine, una s.r.l. *cotée*, in base ad apposita previsione statutaria, può emettere i propri titoli rappresentativi del capitale sociale in forma dematerializzata (Art. 5:18), approdo che risulta invece impedito alle s.r.l. non quotate, le cui partecipazioni debbono essere rappresentate da titoli nominativi. Tuttavia, le azioni dematerializzate emesse da una *BV* possono essere convertite in ogni momento, su richiesta del relativo proprietario, in titoli nominativi (Art. 5:19)⁵⁷. Allo stato attuale, non paiono esistere in Belgio *BV* con azioni quotate su mercati regolamentati⁵⁸.

⁵² Il promotore degli sforzi riformatori fu Koen Geens, professore di diritto dell'Università di Lovanio e poi Ministro della giustizia dei governi Michel e Wilmès: v. K. GEENS, *Een nieuw Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen: lean and mean, fit and proper*, in *Quid leges sine cogitatione? Enkele reflecties over vennootschapsrecht aangeboden aan Jean-Marie Nelissen Grade*, a cura di K. BOSQUET *et al.*, Antwerpen, Biblo, 2011, 73 ss. Concretamente, il progetto di “grande” riforma poi confluito nel *Code* del 2019 fu preparato da 14 tra professori e professoressi riuniti nel *Centre Belge du Droit des Sociétés*.

⁵³ Sulla riforma del diritto societario belga, cfr. J. MALHERBE, Y. DE CORDT, P. LAMBRECHT, O. MALHERBE, H. CULOT, *Droit des sociétés*⁵, Bruxelles, Larcier, 2020, 187 ss.; H. DE WULF, (nt. 8), 109 ss.; A.-P. ANDRÉ-DUMONT, H. CULOT, V. SIMONART, *Le Code des sociétés et des associations*, Bruxelles, Larcier, 2020, 7 ss.; CH. VAN DER ELST, *21st Century Company Law in Belgium*, in *European Company Law*, 2020, 25 ss., 32 s.; R. HOUBEN, J. MEEUSEN, *The competition for corporate charters: Belgium wants a (bigger) piece of the pie*, in *ZEUP*, 2020, 11 ss.

⁵⁴ Così H. DE WULF, (nt. 8), 131.

⁵⁵ In argomento, diffusamente, H. CULOT, *The Belgian Private Limited Without Capital: How is it Faring?*, in 20 *ECFR*, 2023, 1 ss.

⁵⁶ In dottrina, specificamente sulla s.r.l. quotata, M. FYON, V. POKORNY, *La société à responsabilité limitée cotée dans le code des sociétés et des associations*, in *La société à responsabilité limitée*, a cura di A.-P. ANDRÉ-DUMONT, T. TILQUIN, Bruxelles, Larcier, 2019, 331 ss.

⁵⁷ In tema, H. CULOT, O. MARESCHAL, *Les titres et leur transfert dans la srl*, in *La société à responsabilité limitée*, (nt. 56), 81 ss., in part. 90 ss.

⁵⁸ Quest'informazione è stata fornita da Sofie Cools con e-mail del 24.10.2023.

(b) In modo analogo si è comportato il legislatore olandese, il quale, a dire il vero, aveva ispirato proprio la regolazione belga appena esaminata. Infatti, la normativa olandese, per quanto d'interesse in questa sede contenuta nel libro 2° del *Burgerlijk Wetboek*⁵⁹, con l'entrata in vigore in data 1° ottobre 2012 della legge di semplificazione e flessibilizzazione del diritto della s.r.l. (*Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht* o, più semplicemente, *Wet Flex-BV*), consente alle cc.dd. *Beurs(genoteerde)-Besloten Vennootschap* di emettere certificati nominativi quotati su un mercato regolamentato (*Nx'change*), incorporanti i diritti patrimoniali, ma non quelli amministrativi, della partecipazione sociale.

Precedentemente, ciò risultava impedito dalle regole che in modo imperativo limitavano la libera trasferibilità delle quote nominative (c.d. *blokkeringsregeling*)⁶⁰. Invero, la *Wet Flex-BV* ha abolito le restrizioni obbligatorie al trasferimento delle partecipazioni sociali, permettendo ora il nuovo Art. 2:195 del Codice civile olandese di prevedere nello statuto della *BV* la libera trasferibilità⁶¹. Secondo il comitato per il diritto societario (*commissie vennootschapsrecht*), a cui il legislatore olandese aveva chiesto un parere sul disegno di legge della *Flex-BV*, spetta poi alle autorità di borsa stabilire se ammettere alla negoziazione le azioni della *BV* e, in caso affermativo, indicare le regole specifiche da applicare⁶². Tutto ciò permette ad una attenta dottrina di concludere che, stando alle attuali regole, non vi sono impedimenti tecnici alla quotazione delle azioni di una *BV* presso Euronext Amsterdam. Al contempo, però, non si manca di rilevare che la quotazione in borsa implica un inevitabile *trade-off* tra una certa dose di standardizzazione della struttura organizzativa interna, proprio per rendere appetibile l'investimento nel capitale di rischio della società, e la conseguenziale perdita di flessibilità statutaria, costituente nelle intenzioni di *policy* la vera cifra qualificante della nuova *BV*⁶³.

Qualche anno dopo l'entrata in vigore della novella legislativa, la prima *BV* veniva quotata in borsa. Infatti, nel 2016 i certificati azionari di *Fastned BV*, società che costruisce e gestisce una rete di ricarica rapida per auto elettriche, venivano ammessi alla negoziazione sulla borsa valori *Nx'change*, fondata – questa – nel febbraio 2015, così raccogliendo più di tre milioni di euro di capitale nelle

⁵⁹ In generale per un commento, cfr. C.D.J. BULTEN, A.F.J.A. LEIJTEN, M.L. LENNARTS, *Ondernemingsrecht. Tekst & Commentaar*¹¹, Deventer, Wolters Kluwer, 2022; E.J.J. VAN DER HEIJDEN, W.C.L. VAN DER GRINTEN, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Deventer, Wolters Kluwer, 2013.

⁶⁰ E.J.J. VAN DER HEIJDEN, W.C.L. VAN DER GRINTEN, (nt. 59), 286 ss.

⁶¹ In dottrina, M.T.A. LUMEIJ-DORENBOS, *De Beurs-BV: kans of utopie?*, in *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 2012, 413 ss.; B. BOOTSMA, S. HIJINK, *De beurs-nv in den vreemde*, *IvO/ICFG Working Paper No. 2014-01*, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 26 ottobre 2023).

⁶² In questi termini, M.T.A. LUMEIJ-DORENBOS, (nt. 61), 414.

⁶³ Ancora M.T.A. LUMEIJ-DORENBOS, (nt. 61), 424.

prime cinque settimane successive alla quotazione; nel 2019, *Fastned BV* veniva ammessa alla quotazione su Euronext.

(c) Negli Stati Uniti d'America, il fenomeno della *LLC* quotata risulta nient'affatto marginale e, quindi, di particolare interesse in questa sede⁶⁴. Infatti, a fine settembre 2013, nel Delaware se ne contavano venti, con un numero medio di soci che variava tra un minimo di 2.000 ad un massimo di 98.000 investitori⁶⁵. Gli studiosi che hanno approfondito la relativa tematica, seguendo all'uopo l'approccio funzionale tipicamente caratterizzante l'ermeneutica giuridica in quella esperienza, hanno avuto modo di soffermarsi su un profilo di grande interesse. Precisamente, ci si è chiesti se i soci fondatori e di controllo ricorrano al tipo della *LLC* quotata in borsa per creare strutture di *governance* che rafforzino il loro controllo corporativo, limitino la loro responsabilità o siano potenzialmente oppressivi nei confronti degli investitori esterni⁶⁶. Effettivamente, un siffatto rischio sussiste in virtù dell'amplissima, se non indefinita, autonomia statutaria qualificante lo statuto normativo della *LLC*, specie di quella del *Delaware*, ove, a differenza di quanto previsto dalla normativa-modello del *Revised Uniform Limited Liability Company Act (RULLCA)*⁶⁷, i soci possono persino rinunciare all'operatività dei doveri fiduciari (*fiduciary duties*)⁶⁸. È noto che tanta libertà statutaria è tenden-

⁶⁴ Cfr. S. GOMTSIAN, *The Governance of Publicly Traded Limited Liability Companies*, in 40 *Del. J. Corp. L.*, 2015, 207 ss. («The limited liability company is not only a widespread business form for non-listed firms but also is used by listed companies»); M. SIEGEL, *Publicly-Traded LLCs: The New Kid on the Exchange*, in 68 *SMU L. Rev.*, 2015, 885 ss.

⁶⁵ S. GOMTSIAN, (nt. 64), 211, 224. Si tratta di numeri estremamente elevati se raffrontati con il numero medio di soci, pari a 3,22, presenti in una *LLC* non quotata, con conseguente differente atteggiarsi dei conflitti di *agency* nelle rispettive realtà societarie.

⁶⁶ S. GOMTSIAN, (nt 64), 209.

⁶⁷ *RULLCA*, § 105(c)(5) e (d)(3).

⁶⁸ *Del. Code Ann.*, tit. 6, § 18-1101(c), senza però che possa essere eliminato l'*implied contractual covenant of good faith and fair dealing* [su cui, in giurisprudenza, *Gerber v. Enter. Products Holdings, LLC*, 67 A.3d 400, (*Del.* 2013)]. In dottrina, cfr. M. MANESH, *Contractual Freedom Under Delaware Alternative Entity Law: Evidence from Publicly Traded LPs and LLCs*, in 37 *J. Corp. L.*, 2012, 555 ss.; B.J. HORTON, *The Going-Private Freeze-Out: A Unique Danger for Investors in Delaware Non-Corporate Business Associations*, in 38 *Del J. Corp. L.*, 2013, 53 ss.; L.E. RIBSTEIN, *The Rise of the Uncorporation*, Oxford-New York, OUP, 2010, 177 ss.; J.R. MACEY, D.K. MOLL, *The Law of Business Organizations*¹⁴, St. Paul, West Academic Publishing, 2020, 967 ss.; S.K. MILLER, *The Role of the Court in Balancing Contractual Freedom with the Need for Mandatory Constraints on Opportunistic and Abusive Conduct in the LLC*, in 152 *U. Pa. L. Rev.*, 2004, 1609 ss.; critici veso simili forme di contrattualizzazione L.E. STRINE Jr., J. TRAVIS LASTER, *The siren song of unlimited contractual freedom*, in *Research Handbook on Partnerships, LLCs and Alternative Forms Business Organizations*, ed. by R. W. HILLMAN, M. J. LOEWENSTEIN, Cheltenham, Elgar, 2015, 11 ss., 15 s. («Another argument often made in favor of alternative entity statutes is that they allow for the elimination of fiduciary duties and the establishment of a purely contractual relationship between entity managers and investors. As judges who have seen our fair share of alternative

zialmente preclusa alle *corporations* quotate, che invece sono soggette (anche) a regole imperative dettate a tutela degli investitori⁶⁹.

Ciononostante, nelle *LLC* quotate i soci di controllo, pur riservandosi poteri decisionali forti nell'esercizio dell'anzidetta ampia flessibilità statutaria, al contempo accompagnano tali *control-enhancing mechanisms* con il riconoscimento a favore dei soci di minoranza di "sostitutivi" strumenti di protezione al fine di bilanciare le relative posizioni d'interesse. La ragione sottesa all'implementazione di simili meccanismi di *substitute contractual protection* risiede nel fatto che altrimenti diverrebbe molto difficile attrarre investitori esterni⁷⁰. Pare così intravedersi una conferma della tesi – celebre, ma anche fortemente criticata – c.d. *law matters*, originariamente elaborata e strenuamente difesa da alcuni studiosi di diritto e finanza⁷¹. Insomma, anche se gli investitori non ricevono lo stesso grado di

entity disputes, we do not immediately grasp why this would be seen as a compelling advantage»). Si segnala, tuttavia, anche se pronunciata in materia di *corporation*, la recente sentenza (del 30.1.2024, composta da 200 pagine) del *Delaware Court of Chancery* (*Richard J. Torretta et al. v. Elon Musk et al.*, C.A. No. 2018-0408), che ha annullato il pacchetto retributivo da 56 miliardi di dollari riconosciuto ad Elon Musk dal *board* di Tesla Inc. in quanto, a giudizio della Corte, trattavasi di *conflicted-controller transaction* in violazione del *fiduciary duty* di *entire fairness*; Musk ha "reagito" spostando la sede legale di alcune delle società da lui controllate nel Texas (SpaceX e, secondo gli annunci di Musk, prossimamente persino Tesla) e nel Nevada [Neuralink, X (già Twitter) e X.ai], sconsigliando vieppiù ad ogni altra società di incorporarsi nel Delaware. Su queste vicende di *reincorporation*, v. ora M. BARZUZA, *Nevada v. Delaware: The New Market for Corporate Law*, ECGI Law Working Paper No. 761/2024, March 2024, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 12 aprile 2024).

In generale sulla derogabilità pattizia dei doveri fiduciari gravanti sul socio di maggioranza e/o su amministratori, cfr., specialmente nella dottrina tedesca, M. MANN, *Abdingbarkeit und Gegenstand der gesellschaftlichen Treuepflicht*, Berlin, Duncker & Humblot, 2018; H. KAMPF, *Die Abdingbarkeit gesellschaftlicher Treuepflichten*, Hamburg, Dr. Kovac, 2016; A. HELLGARDT, *Abdingbarkeit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung*, hrsg. von S. GRUNDMANN, B. HAAR, H. MERKT, P. MÜLBERT, M. WELLENHOFER, Berlin, De Gruyter, 2010, 765 ss.; H. FLEISCHER, L. HARZMEIER, *Zur Abdingbarkeit der Treuepflichten bei Personengesellschaft und GmbH*, in *NZG*, 2015, 1289 ss.

⁶⁹ Per osservazioni generali F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, 22 ss. Si veda, tuttavia, nel diritto delle *corporations* del *Delaware* il c.d. "*102(b)(7) waiver*", introdotto a seguito della pronuncia *iconic Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (*Del.* 1985) e operante ora, in forza della recente riforma del 2022, sia per *directors* che per *executive officers*, con talune eccezioni (*i.e.*, non-rinunciabilità al dovere di lealtà, ecc.); il medesimo approccio di *policy liberale-contractarian* è stato seguito, ad esempio, anche in materia di *corporate opportunity doctrine ex Del. Code Ann.*, tit. 8, § 122(17).

⁷⁰ In tal senso, anche per le relative conferme empiriche, S. GOMTSIAN, (nt. 64), 211 s., 225 ss. Nella nostra dottrina, in argomento, E. BARCELLONA, "Control enhancing mechanisms" e "governance" della società a responsabilità limitata: quali limiti all'autonomia privata?, in questa *Rivista*, 2019, 61 ss.; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, 164 ss.

⁷¹ Il riferimento corre agli studi di R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R.W.

protezione come nella *corporation* quotata, il potere di autodisciplina contrattuale di cui gode la *LLC* quotata non ha determinato, contrariamente alle iniziali aspettative, un corposo arretramento del livello di tutela dei diritti degli investitori finanziari⁷².

Discussa è l'applicazione alle *LLC* quotate delle regole federali poste dal *Securities Act* del 1933 e dal *Securities Exchange Act* del 1934. In dottrina e giurisprudenza si reputa generalmente che la natura di strumento finanziario (*security*) *ex sec.* 2(a)(1), *Securities Act* del 1933 dipenda sostanzialmente, e ancora una volta, dalla concreta struttura di governo della *LLC*. Infatti, con valutazione da farsi necessariamente su base casistica (*fact-specific inquiry*), si ritiene che l'investimento in società debba essere qualificato come *security* in presenza di una c.d. *manager-managed LLC*, mentre a diversa conclusione deve giungersi al cospetto di una c.d. *member-managed LLC*⁷³. In altre parole, la protezione offerta dal diritto del mercato mobiliare deve essere mantenuta ferma se il contratto di investimento risulta stipulato da investitori passivi non sofisticati (nel gergo detti “*widows and orphans*”), con i relativi poteri decisionali delegati agli amministratori⁷⁴.

4. Conclusioni.

Da questo *excursus* comparatistico si possono trarre le seguenti conclusioni. Negli ordinamenti convenzionalmente detti ad impostazione “tradizionale”, la preclusione alla quotazione in borsa delle quote di s.r.l. discende principalmente da restrizioni formali (*i.e.*, dal divieto di incorporazione in titoli negoziabili stan-

VISHNY, *Law and Finance*, in 106 *J. Political Econ.*, 1998, 1113 ss.; ID., ID., ID., ID., *Legal Determinants of External Finance*, in 52 *J. Finance*, 1997, 1131 ss.; per una critica, cfr. H. SPAMANN, *The “Antidirector Rights Index” Revisited*, in 23 *Rev. Financ. Stud.*, 2010, 467 ss.; J. ARMOUR, S. DEAKIN, P. SARKAR, M. SIEMS, A. SINGH, *Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis*, in 6 *J. Empir. Leg. Stud.*, 2009, 343 ss.; G. SCHNYDER, M. SIEMS, R.V. AGUILERA, *Twenty Years of “Law and Finance”: Time to Take Law Seriously*, in 19 *Socio-Economic Rev.*, 2021, 377 ss.

⁷² S. GOMTSIAN, (nt. 64), 269; M. SIEGEL, (nt. 64), 896.

⁷³ In dottrina, su questo argomento, L.R. RIBSTEIN, (nt. 68), 186 ss.; ID., *Form and Substance in the Definition of a “Security”: The Case of Limited Liability Companies*, in 51 *Wash. & Lee L. Rev.*, 1994, 807 ss.; M. SARGENT, *Are Limited Liability Company Interests Securities?*, in 19 *Pepp. L. Rev.*, 1992, 1069 ss.; S. GOMTSIAN, (nt. 64) 271; in giurisprudenza, *Robinson v. Glynn*, 349 F.3d 166 (4th Circ. 2003); nonché, con riguardo al *general partnership interest*, il fondamentale *Williamson test* [*Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404 (5th Circ. 1981)].

⁷⁴ *S.E.C. v. Glenn W. Turner Enters. Inc.*, 474 F.2d 476, 482 (9th Cir. 1973) («Rather we adopt a more realistic test, whether the efforts made by those other than the investor are the undeniably significant ones, those essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise»).

dardizzati e dalla correlativa necessità dell'intervento notarile ai fini del valido trasferimento delle partecipazioni sociali), nonché da un difetto di standardizzazione del codice organizzativo del relativo tipo capitalistico. Nel complesso, si tratta di regole che riflettono il postulato di *policy* secondo cui le *private companies* debbono rimanere chiuse. Al contrario, negli ordinamenti detti ad impronta "progressista", la quotazione degli omologhi domestici della nostra s.r.l. su un mercato regolamentato non soffre particolari preclusioni normative. Rimane la preoccupazione della perdita connessa di flessibilità statutaria e della tutela dei soci investitori (di minoranza), asseritamente controbilanciata dall'applicazione analogica delle norme di protezione dettate in materia di società quotate.

Come già notato in precedenza, anche il legislatore italiano, pur forse non del tutto consapevole circa l'impatto ultimo delle misure di riforma avviate a partire dal 2012 tanto sul tipo normativo quanto sul tipo reale della s.r.l. nella sua interazione con la s.p.a.⁷⁵, si è visto libero di mutare il proprio orientamento giuspolitico di chiusura della s.r.l. rispetto al mercato dei capitali. Infatti, dopo l'apertura della struttura finanziaria (dapprima per le sole s.r.l. PMI e oggi per tutte le s.r.l.) a forme di raccolta del capitale tramite offerte di *crowdfunding*⁷⁶, ora, quale ultimo (e finale?) passaggio di questa dirompente evoluzione, con la legge "Capitali" si consente la dematerializzazione delle quote standardizzate di s.r.l. PMI (con capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro), con successiva immisione delle stesse nel sistema di gestione accentrata di cui agli artt. 83-*bis* ss. t.u.f. (in alternativa ai regimi propri dell'art. 2470 c.c. e dell'art. 36, comma 1-*bis*, d.l. n. 112/2008, nonché al regime speciale di cui all'art. 100-*ter* t.u.f.)⁷⁷.

⁷⁵ P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 9), 450 («Sarebbe una curiosa eterogenesi dei fini quella che portasse la s.r.l. a sovrapporsi alla s.p.a. come strumento per la raccolta di capitale pubblico semplicemente perché la s.p.a. è stata talmente irrigidita, anche a livello europeo, da diventare inoperante come strumento di avvio della nuova impresa; e la s.r.l. ad essere usata non come la *LLC* del Delaware, ma più umilmente come la *corporation* di quello stato»).

⁷⁶ Art. 26, quinto comma, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, conv. nella l. 17 dicembre 2012, n. 221; art. 100-*ter* t.u.f., così come da ultimo modificato, in attuazione del regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30; e reg. Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 e reg. Consob n. 22720 dell'1° giugno 2023. Ora, in dottrina, su queste riforme, per un primo approfondimento, F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni*, in questa *Rivista*, 2023, 894 ss.

⁷⁷ Art. 3, d.d.l. n. 674-B/2023, ora legge "Capitali", che con l'entrata in vigore ha modificato l'art. 26 d.l. n. 179/2012, introducendo i nuovi commi 2-*bis*, 2-*ter* e 2-*quater*, e, ancora, l'art. 100-*ter* t.u.f. Per riferimenti, cfr. F. BRIZZI, (nt. 19), 924; S. CORSO, *Le s.r.l. aperte tra disciplina societaria e diritto dei mercati finanziari*, Relazione presentata al Seminario online organizzato dalla *Rivista ODC* su "Le s.r.l. aperte nella recente legislazione speciale: uno sguardo nel vaso di Pandora" (27 ottobre 2023) e letta per la cortesia dell'A.; e ora ID.-A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi contesti digitali*, in questo fascicolo della *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia degli Autori); P. SPOLAORE, *Struttura finanziaria della S.r.l. e raccolta di capitali* online, in *Le Società*, 2024, 303 ss.; ID., *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfun-*

Quindi, oggi ci si può e deve confrontare con il fenomeno della s.r.l. PMI “pienamente aperta”, ossia con quote di partecipazione al capitale sociale, da qualificarsi come valori mobiliari *ex art. 1, comma 1-bis, t.u.f.*⁷⁸, suscettibili di negoziazione sui mercati di crescita MTF⁷⁹. Rimarranno, tuttavia, da risolvere spinose antinomie in termini di compatibilità o meno e/o specialità o meno rispetto allo statuto normativo della s.r.l. di diritto comune (ovvero codicistica, specialmente per quanto concerne il grado e la direzione dell’imperatività del divieto di cui all’art. 2468 c.c., nella parte in cui esclude che le quote di s.r.l. possano formare oggetto di offerta al pubblico⁸⁰) e a quello della s.p.a. aperta. Parafrasando un illustre storico svizzero, potremmo quindi concludere dicendo che l’essenza della storia è e rimane – anche nel diritto societario – la trasformazione⁸¹.

ding e dematerializzazione, in questo fascicolo della *Rivista*, 2024 (consultato in bozze per cortesia dell’Autore).

⁷⁸ F. BRIZZI, (nt. 19), 239; ID., (nt. 76), 921 s.; G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di s.r.l.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 615, in part. 629 ss., 637; e già E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.

⁷⁹ Per una posizione dubitativa circa la possibilità dell’ammissione *diretta* delle quote di s.r.l. a MTF, ritenendo che l’offerta al pubblico possa avvenire nelle sole piattaforme di *crowdfunding*, P. SPOLAORE, *Struttura*, (nt. 77), 313 s.; di diverso avviso F. BRIZZI, (nt. 76), 915 ss., favorevole invece ad un accesso *diretta* delle quote di s.r.l. ad altre *trading venues*.

⁸⁰ In argomento, diffusamente, F. BRIZZI, (nt. 76), 907 ss., 919 ss., il quale qualifica l’art. 2468 c.c. come «norma ad inderogabilità relativa» (911 s.); nutrono, al riguardo, invece diverse riserve, S. CORSO-A. LAUDONIO, (nt. 77), 8 (dattiloscritto), ritenendo che, in ogni caso, si sia «ormai sostanzialmente azzerata la capacità del divieto di fungere da tratto identitario ovvero da elemento realmente connotante la fisionomia della s.r.l.».

⁸¹ J. BURCKHARDT, *Weltgeschichtliche Betrachtungen*, Berlin-Stuttgart, W. Spemann, 1905, 25: «Das Wesen der Geschichte ist die Wandlung».

*Voci da un dibattito su
“Il Venture Capital, tra clausole
statutarie e patti parasociali”
Voices from a debate on
“Venture Capital, between bylaws clauses
and shareholders’ agreements”*

Un'introduzione non frettolosa alla società leonina

An unhurried introduction to the “leonine stipulation”

Marco Saverio Spolidoro *

ABSTRACT:

Il contribuuto, dopo aver individuato l'origine storica di entrambe le norme contenute nell'art. 2265 c.c. che dichiara nullo il c.d. patto leonino (il divieto di esclusione di un socio dalla divisione degli utili e il divieto di esclusione di un socio dalle perdite), argomenta che il divieto di tale patto non ha un fondamento apprezzabile al di fuori delle società di persone, nel caso in cui i soci non sono illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali. Il patto leonino sarebbe invece nullo con riferimento alle società di persone, sia se contenuto nello statuto della società sia se inserito in un patto parasociale.

The paper, after identifying the historical origin of both the rules set forth in Article 2265 of the Civil Code that declares null and void the so-called leonine stipulation (the prohibition of excluding a shareholder from the division of profits and the prohibition of excluding a shareholder from losses), argues that the prohibition of such a stipulation has no appreciable ground outside of partnerships (società di persone), when shareholders are not unlimitedly liable for corporate obligations. In contrast, the leonine stipulation would be null and void with reference to partnerships, whether contained in the company's bylaws or included in a shareholders' agreement.

SOMMARIO:

1. Platone fra i leoni. – 2. La *societas leonina* nel Digesto. – 3. La costituzione di Sisto V *Detestabilis avaritiae*. – 4. Il divieto di società leonina nel diritto comparato e alla luce del senso comune. – 5. *Absint leones!* – 6. Il patto e la clausola statutaria.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Cattolica di Milano; e-mail: spollex@spollex.it. Il contribuuto sviluppa, con l'aggiunta di note, la relazione svolta al convegno “*Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei 20 anni dalla Riforma del diritto societario*”, tenutosi presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università La Sapienza il 1° dicembre 2023.

1. Platone fra i leoni.

Ho scritto in passato già molto in tema di clausole put e di società leonina¹ e

¹ M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285; Id., *Opzione put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*, in *Società*, 2020, 1360 (nota ad App. Milano, 13 febbraio 2020); Id., *Ancora una volta a caccia con i leoni. Note critiche sulla recente giurisprudenza di merito su opzioni put e divieto di patti leonini*, in *Giur. it.*, 2021, 632 (in nota a Trib. Milano, 27 marzo 2020). Il primo dei tre scritti prende in considerazione la (allora recente) giurisprudenza della Corte di Cassazione: Cass. civ., sez. I, ord., 4 luglio 2018, n. 17498, DEA Partecipazioni S.p.A. c. Sopaf S.p.A. in liquidazione e concordato preventivo e Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17500, Sider Piombino S.r.l. c. Linea Group Holding S.p.A.: la prima di esse è pubblicata in *Foro Pad.*, 2018, I, 497, con nota di M. GIULIANO, *L'opzione put a prezzo concordato e patto leonino: la validità del patto parasociale alla luce degli interessi concretamente perseguiti*; in *Notariato*, 2018, 635, con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino (patti parasociali)*; in *Giur. comm.*, 2019, II, 285, con nota di M.L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti di finanziamento partecipativo*; in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 81, con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone": il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Giur. it.*, 2019, 366 con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino. (S.p.a. – Clausole put and call)*; in *Società*, 2019, 13, con nota di A. BUSANI, *È valida l'opzione put utile ad attrarre capitale di rischio. (Opzione put)*; in *Giur. comm.*, 2020, II, 300, con nota di S. SCORDO, *Partecipazioni sociali, clausole di opzione put e interessi dell'impresa*; in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 317, con nota di B. DE PAOLA, *L'opzione put tra meritevolezza dell'interesse realizzato e analisi della causa concreta*. A queste ordinanze sono altresì dedicati i seguenti articoli di dottrina: S. MASTURZI, *I finanziamenti c.d. partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 477; G. TERRANOVA, *Il divieto di patto leonino: un'analisi comparata alla luce della riforma del diritto belga*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 811. Le decisioni del 2018 sono confermate da Cass. civ., sez. I, 1 settembre 2023, n. 25594; v. anche Trib. Milano, 20 aprile 2023, di prossima pubblicazione con nota di E. LAURIA.

Nella giurisprudenza di legittimità precedente al 2018, vedi Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927 in *Vita not.*, 1995, I, 857; in *Giur. it.*, 1995, 178 con nota di D. BATTI, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*; in *Giur. comm.*, 1995, II, 478, con nota di A. CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 1161, con nota di C. TEDESCHI, *Sul divieto di patto leonino* e Cass. civ., 22 giugno 1963, n. 1686, in *Giust. civ.*, 1963, I, 2040 e in *Dir. fall.*, 1963, II, 658. Nella giurisprudenza di merito vedi: Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. giur. sarda*, 2001, 471; Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 746 con nota di R. SANTAGATA e in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 95 ss., con nota di M. PAIARDINI; Trib. Napoli, 10 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2010, I, 1355; Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 1163, con nota di A.M. PERRINO; questa sentenza, che aveva escluso la violazione del divieto di patto leonino, è stata riformata da App. Milano, 17 settembre 2014, in *Giur. it.*, 2015, con ampia nota di E.E. BONAVERA e in *Giur. it.*, 2015, 898, con nota di F. RIGANTI; Trib. Milano, 30 dicembre 2011, in *Giur. comm.*, 2012, II, 729 ss.; questa sentenza, che aveva ritenuto la violazione del divieto di patto leonino, è stata confermata da App. Milano, 19 febbraio 2016, che è stata oggetto di cassazione ad opera della Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498; Trib. Milano, 6 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2012, 1600 (e con data 9 febbraio 2012 in *Giur. it.*, 2012, 369); Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Giur. it.*, 2014, 688, con nota di A. DEL BIANCO E D. PROVERBIO; Trib. Milano, 4 ottobre 2013, reperibile in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Milano, 6 agosto 2015, inedita, est. Galioto, sentenza n. 9301/2015, senza indicazione dei nomi delle parti; Trib. Milano, ord., 10

non ho da allora cambiato idea. Non ho trovato nuovi argomenti a sostegno della mia tesi, né ho trovato confutazioni della medesima che non siano mere ripetizioni di ciò che avevo esaminato in precedenza². Dovrei perciò rinunciare a produrre un nuovo scritto.

Vi è però una ragione che mi induce a cedere all'invito di Giuliana Scognamiglio, a parte la soddisfazione dell'orgoglio personale che provo nel poter contribuire a un'iniziativa prestigiosa e agli atti che la illustreranno presso la comunità degli studiosi.

Tale ragione è espressa con acuta chiarezza in un testo antico, forse di Platone, noto comunque come la sua Settima Lettera, dove si afferma (344 b 4-7) «ἅμα γὰρ αὐτὰ ἀνάγκη μανθάνειν καὶ τὸ ψεῦδος ἅμα καὶ ἀληθὲς τῆς ὅλης οὐσίας, μετὰ τριβῆς πάσης καὶ χρόνου πολλοῦ, ὅπερ ἐν ἀρχαῖς εἶπον: μόγις δὲ τριβόμενα πρὸς ἀλλήλα αὐτῶν ἕκαστα, ὀνόματα καὶ λόγοι ὅψεις τε καὶ αἰσθήσεις, ἐν εὐμενέσιν ἐλέγχοις ἐλεγχόμενα καὶ ἄνευ φθόνων ἐρωτήσεσιν καὶ ἀποκρίσεσιν χρωμένων, ἐξέλαμψε φρόνησις περὶ ἕκαστον καὶ νοῦς, συντείνων ὅτι μάλιστ' εἰς δύναμιν ἀνθρωπίνην». Vale a dire, nella mia traduzione: «infatti è necessario apprendere sia il falso sia il vero dell'intera sostanza, dopo molta fatica e molto tempo, come dissi all'inizio; *a stento, sfregando gli uni sopra gli altri nomi, discorsi, visioni e sensazioni in confutazioni benevole e interrogazioni e discussioni senza invidia, si accende la conoscenza e l'intelletto di ciascuno di essi per chi si impegna con ogni forza umana*»³. Non credo che ci siano parole migliori per dire ciò che la nostra contemporanea Accademia dovrebbe emulare dell'antica.

2. La *societas leonina* nel *Digesto*.

Riguardo al divieto del patto leonino, è assolutamente certo che esso non è – in senso logico – coevo alla nascita della società, intesa come istituto giuridico, ovunque si situi nella storia il punto d'origine di tale nascita. Insomma, tale divie-

febbraio 2016, 2013 reperibile in www.giurisprudenzadelleimprese.it; Trib. Milano, 18 ottobre 2017, in *Giur. it.*, 2018, 291, con ampia nota di G. PENZO, al quale si deve anche la rassegna *Legittimità delle Opzioni di vendita di partecipazioni societarie a prezzo fisso di natura parasociale*, in *Giur. it.*, 2016, 1294 ss. e l'articolo *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Giur. it.*, 2014, 146 ss.

² Nella dottrina successiva a quella citata qui sopra, merita attenzione F. CADORIN, *Il divieto di patto leonino dopo il codice della crisi, tra incentivi alla corretta gestione imprenditoriale e tutela del contraente debole*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 124; v. anche M.V. BENEDETTELLI, *Una (bozza di dissent) arbitrale in materia di opzione put e divieto di patto leonino*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 581.

³ Metto in corsivo le parole del discorso in cui vi è più pathos. Tuttavia, il succo viene prima. Infatti, apprendere a proposito di una qualsiasi cosa tanto il falso quanto il vero è coesenziale alla definizione enciclopedica, quella che consente di discutere di tutto con cognizione di causa. Altro è invece la definizione categorica, che pone il vincolo per cui il predicato non può mai contraddire la definizione: essa è tipica del ragionamento deduttivo e, per dirla con Ascarelli, è di per sé infeconda.

to non è imposto da una necessità naturale, ma da una considerazione di giustizia correttiva. Giustizia correttiva che, proprio perché tale, è artificiale, niente affatto naturale.

Ciò è bene espresso nei frammenti del Digesto che hanno rilievo nel nostro caso, ove si pone chiaramente il problema – ripeto: di giustizia correttiva (non distributiva, come potrebbe sembrare a un osservatore affrettato) – della ripartizione degli utili in ragione del valore del conferimento, nel quadro di una società che, per i romani, era solo obbligatoria. Obbligatoria, sto dicendo, in quanto essa si risolveva in un *contractus*, cioè in un'obbligazione *recte contracta* di mettere in comune perdite e ricavi di tutte le proprie attività (società universale) o di alcune attività specificate (società particolare).

Sottolineo nuovamente che il problema, per i romani di cui abbiamo conservato l'opinione⁴, è di giustizia correttiva. Infatti, non si tratta di distribuire tra i soci secondo i meriti o i bisogni (come, nella versione di Fedro della storia, sostiene il leone, che ne fa appunto una questione di giustizia distributiva)⁵, ma di valore dell'apporto. Se l'apporto d'opera di un socio vale più dell'apporto in denaro, allora la remunerazione del socio d'opera può essere più che proporzionale rispetto al valore del capitale apportato (D 17, 2, 29 *pr.*, ULPIANUS libro trigensimo ad Sabinum.): «Si non fuerint partes societati adiectae, aequas eas esse constat. si vero placuerit, ut quis duas partes vel tres habeat, alius unam, an valeat? placet valere, si modo aliquid plus contulit societati vel pecuniae vel operae vel cuiuscumque alterius rei causa» («Se non siano state determinate le quote nella società, consta che esse siano uguali. Ma, se sia stato pattuito che uno abbia due terzi o tre quarti e l'altro un terzo o un quarto, forse che una tale società vale? Pare bene che valga, purché <il primo> abbia conferito qualcosa in più alla società o in denaro o in attività lavorativa o in qualunque altra cosa»)⁶.

⁴ Dirò quella che, forse, è un'ovvietà: chiaramente non sappiamo che cosa effettivamente pensassero tutti i giuristi romani, e sappiamo anzi che essi non andavano affatto d'accordo su moltissime questioni. Per esempio, proprio sul tema se sia lecita una partecipazione proporzionale diversa agli utili e alle perdite, abbiamo tracce di opinioni differenti di Quinto Mucio Scevola, corretto da Servio Sulpicio: cfr. V. MONTANI, *Se il leone concede qualcosa. Brevi note in tema di societas leonina*, in *Tesserae iuris*, II, 1, 2021, 147 ss., ove riferimenti. La questione è risolta dal nostro codice con una norma suppletiva, contenuta nell'art. 2263 c.c.

⁵ Nella favola di Fedro, il leone fa le parti, dividendo in quattro la preda, ma nulla concede ai suoi soci (una vacca, una capretta e una pecora), ponendo espressamente una questione di merito: «sic est locutus partibus factis leo: ego primam tollo, nominor quia leo; secundam, quia sum fortis, tribuetis mihi: tum, quia plus valeo, me sequetur tertia: malo adfligetur, si quis quartam tetigerit». Va ulteriormente notato che il leone non accampa diritti per aver contribuito più degli altri soci alla cattura della preda, un cervo di grande corporatura: se lo avesse fatto, la questione sarebbe stata di giustizia correttiva.

⁶ La traduzione è quella che si trova nell'edizione a cura di S. SCHIPANI con la collaborazione di L. LANTELLA, *Iustiniani Augusti Digesta seu Pandectae – Digesti o Pandette dell'imperatore Giu-*

Il frammento prosegue così: (D 17, 2, 29 I): «Ita coiri societatem posse, ut nullam partem damni alter sentiat, lucrum vero commune sit, Cassius putat: quod ita demum valebit, ut et Sabinus scribit, si tanti sit opera, quanti damnum est: plerumque enim tanta est industria socii, ut plus societati conferat quam pecunia, ita si solus naviget, si solus peregrinetur, pericula subeas solus» («Cassio reputa che possa costituirsi una società in modo che uno dei due soci non partecipi alle perdite, ma gli utili rimangano comuni; una tale società, come anche Sabino scrive, sarà valida solo se l'attività lavorativa equivalga a tanto quanto sono le perdite: spesso, infatti, l'operosità del socio è tale da rappresentare per la società un conferimento più utile del denaro, come quando un socio compia viaggi per mare o per terra da solo, o da solo sopporti i pericoli»). Emerge chiaramente che, nel diritto romano, la partecipazione del socio d'opera alle perdite si realizza attraverso la mancata remunerazione dell'opera, il che colloca la questione, come dicevo appunto, nell'ambito di un problema di giustizia correttiva.

Lo stesso frammento si conclude con la celeberrima affermazione (D 17, 2, 29 2): «Aristo refert Cassium respondisse societatem talem coiri non posse, ut alter lucrum tantum, alter damnum sentiret, et hanc societatem leoninam solitum appellare: et nos consentimus talem societatem nullam esse, ut alter lucrum sentiret, alter vero nullum lucrum, sed damnum sentiret: iniquissimum enim genus societatis est, ex qua quis damnum, non etiam lucrum spectet.» («Aristone riferisce che Cassio diede il responso che non può costituirsi una società tale che *solo* uno dei due percepisca gli utili e l'altro sopporti le perdite, e che questa società si suole definirla leonina. Anche noi concordiamo sul fatto che sia nulla una tale società, nella quale un socio percepisce gli utili, mentre l'altro sopporta le perdite senza percepire alcun utile: infatti, è un genere di società assai iniquo quello in cui ad uno tocca il danno, ma non anche l'utile»)⁷.

A tal proposito, è da notare che, per codesti giuristi romani, la società leonina è quella in cui il socio non possa partecipare alla divisione degli utili, non quella in cui un socio ha la garanzia della restituzione del capitale, vale a dire della garanzia di «caput salvum» (di cui si occuperà invece, come dirò, il diritto canonico). E infatti, una simile società, in cui taluno conferisce ma non è remunerato, sarebbe funzionalmente equivalente al dono del conferimento (e, nel caso del socio d'opera, al dono del lavoro) al socio che avrebbe, da solo, la partecipazione agli utili, o comunque una partecipazione agli utili più che proporzionale al valore del conferimento. Quest'ultima, si ricordi, è precisamente la questione di cui si occupano Sabino, Cassio, Aristone e Ulpiano (nonché i redattori del Digesto).

stiniano, Testo e traduzione, Milano, Giuffrè, 2007, III, 304, reperibile anche in internet. Lo stesso vale per le successive traduzioni del Digesto.

⁷ Qui modifico la traduzione spostando il “solo” che nel testo è in corsivo e che nella traduzione altrimenti riprodotta risulta dopo il «percepisca»: «*percepisca solo gli utili*») in quanto mi pare che il latino sia meglio reso con tale spostamento.

Tuttavia, D 17, 2, 5 1 (ULPIANUS libro trigesimo ad Edictum) dice che «... Societas autem coiri potest et valet etiam inter eos, qui non sunt aequis facultatibus, cum plerumque pauperior opera suppleat, quantum ei per comparationem patrimonii deest. Donationis causa societas recte non contrahitur» («Invero, si può costituire società <relativa a tutti i beni>, ed è valida, anche fra coloro che non hanno uguali ricchezze, poiché spesso il socio più povero compensa, con la propria attività lavorativa, quanto gli manca perché i patrimoni corrispondano. *Correttamente, non si contrae società a causa di donazione*»)⁸.

Quindi, la norma che vieta l'esclusione del socio dalla divisione degli utili (ma anche quella che impone che i conferimenti siano di ugual valore e soggetti al medesimo rischio di *damnum*, ossia perdita, se la divisione degli utili è in parti uguali), presidia la differenza tra società e donazione. Se si vuole usare un'espressione, non del tutto felice, utilizzata dalla Corte di Cassazione nelle sentenze del 2018, si vuole preservare la purezza della causa delle società rispetto alla commistione con le liberalità.

Sappiamo che questo primo presidio, con la storia, si è andato diluendo. La donazione penetra nel diritto delle società sotto forme diverse: come donazione indiretta (il donante dona al donatario la somma necessaria per il conferimento), come liberalità interessata (per esempio, ma si tratta soltanto di esempi, Tizio sottoscrive con un sopraprezzo, di cui beneficiano Caio e Sempronio, che sottoscrivono le loro partecipazioni al valore nominale) eccetera. Oggi il principio tramandato dal diritto romano – per le società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata – è esplicitamente contraddetto dalla legge, quando ammette che la partecipazione al capitale (o se si preferisce alla società) non sia proporzionale al conferimento imputato a capitale: a meno che si voglia recuperare, con un'operazione ermeneutica a mio parere spericolata⁹, il principio difeso dalla scuola sabiniana dal suo principale esponente, Cassio, per cui comunque la non proporzionalità necessita di un fondamento nella diversa utilità dei conferimenti.

3. La costituzione di Sisto V *Detestabilis avaritiae*.

Il secondo pilastro su cui si erge l'attuale edificio italiano della *societas leonina* – il divieto di esclusione dalle perdite – ha tutt'altra origine e tutt'altro significato.

Il problema della partecipazione alle perdite non riguarda l'interesse del socio a ritrarre dall'investimento un vantaggio, ma la garanzia del rimborso del capitale investito in un'attività che, di per sé, è rischiosa. Questa garanzia non è mai tale

⁸ Nuovamente, metto in evidenza le parole chiave.

⁹ F. ACCETTELLA, *L'assegnazione non proporzionale delle azioni*, Milano, Giuffrè, 2018.

da annullare il rischio, che corre chiunque investa moneta di oggi in vista del rimborso di una maggiore quantità di moneta di domani. Anche il creditore rischia, quando fa credito: e quando fa credito a un'impresa, partecipa al rischio di impresa, anche se in modo diverso dall'imprenditore e dai soci dell'imprenditore, che, per questo, sono i *residual claimants* rispetto al patrimonio dell'impresa.

Ora, in tal caso il problema non è quello del socio che dona il suo conferimento o lavoro a un altro socio. Invece, il problema concerne il socio che promette all'altro socio che i rischi di quest'ultimo saranno garantiti (non annullati) dall'obbligo del socio promittente di versare al socio promissario quanto egli avrà perduto, magari con gli interessi.

Tipicamente, si tratta di un promittente, imprenditore o lavoratore, che ha bisogno di capitali e che associa alla sua impresa un finanziatore, incentivandolo a partecipare con una duplice promessa: quella di farlo socio e quella di farlo restare finanziatore. L'equazione è soddisfatta promettendo al finanziatore di optare per la posizione di socio, se vi saranno utili in misura maggiore di quanto necessario per pagare un interesse virtuale rispetto al finanziamento; e di optare invece per la posizione di creditore, se vi saranno utili insufficienti o perdite.

È ovvia la vicinanza della fattispecie al prestito con interesse, e al tema dell'usura. La formula *pecunia non parit pecuniam* (il denaro non partorisce denaro) esprime in modo drammatico e para-logico un principio ben diverso: quello per cui il rischio del capitale non può essere a carico della persona del debitore, ma solo dei suoi beni. Il debitore non garantisce il creditore con il suo corpo (il creditore non lo può schiavizzare, o uccidere, come al tempo delle Dodici Tavole), ma solo «con tutti i suoi beni presenti e futuri» (art. 2740 c.c.).

Ora, anche se si tratta solo di un documento fra molti disponibili, io credo che valga la pena di insistere sulla costituzione di Sisto V, datata 25 ottobre 1596, con il titolo *Detestabilis avaritiae*. Per non portare il discorso troppo in là, cito poche righe, eliminando le espressioni ripetitive ed enfatiche: «Damnamus, et reprobamus (...) omnes et quoscumque contractus, conventiones et pactiones posthac ineundos, seu ineundas, per quos seu quas cavebitur personis, pecunias (...) aut quaslibet alias res societatis nomine tradentibus, ut etiam si fortuito casu quamlibet iacturam (...) contingat, sors ipsa seu capitale semper salvum sit, et integrum a socio recipiente restitatur (...)» («Condanniamo e riproviamo ogni e qualunque contratto, convenzione e pattuizione che saranno perfezionati (o perfezionate) dopo di ora, tramite cui sarà promesso alle persone che trattino a titolo di società, anche qualora per caso fortuito si manifesti una perdita, che la quota o il capitale sempre sia salvo e sia restituito integro dal socio ricevente»).

Prego i lettori di notare *a chi andrebbe integralmente restituita* la quota o il capitale: al socio che ha *fornito* il capitale. Si noti ora chi promette (invalidamente, stante il divieto del patto leonino) la restituzione del capitale integro e salvo: *il socio ricevente*, non già la società.

Ora, l'esigenza di evitare la confusione tra finanziamento e conferimento (ri-

cordando che, in un mondo in cui le società non sono soggetti di diritto, ma contratti tra soci, il conferimento ha come destinatari gli altri soci, e non la società) porta in prima linea un'esigenza che, nel mondo contemporaneo, avvertono soltanto i pochi milioni (ma in realtà sono quasi due miliardi) di musulmani che prendono sul serio la *shariaa*: quello di limitare o sottoporre a vincoli stringenti il prestito a interesse.

Tant'è che, poco dopo il passo citato della costituzione *Detestabilis avaritiae*, il papa Peretti (Sisto V) esplicitamente istituisce un collegamento tra la condanna delle società a capo salvo e quella dei contratti usurari.

Perciò, è dimostrato: primo, che il divieto di promettere la restituzione del capitale al socio che lo ha fornito è posto al socio, non alla società; secondo, che il divieto presidia la distinzione fra società e finanziamenti; terzo, che non si tratta affatto di distinguere tra finanziamenti alla società e conferimenti alla società, ma tra conferimenti in società e finanziamenti al socio (al socio imprenditore o lavoratore, si direbbe oggi; mentre, al tempo di Sisto V, si diceva al socio d'opera).

Per questo, lo si noti, non ha alcun senso collegare il tema della società leonina al tema dei finanziamenti dei soci di cui agli art. 2467 c.c. e 2497-*quinquies* c.c.: le disposizioni appena citate risolvono un contrasto tra creditori e soci che si fanno passare per creditori, non un conflitto tra soci, come fa l'art. 2265 c.c.

Aggiungo che è assurda l'idea di trasformare una differenza tipologica tra creditore e socio in una differenza categorica, fino al punto di sostenere che chi è socio non può essere creditore della società. La tesi è assurda non solo perché il fatto che normalmente il socio non faccia prestiti alla società è statisticamente poco provata, ma anche perché, se pure fosse vero che, di regola, i soci non fanno prestiti alla società, non sarebbe provato che essi non devono finanziare la società se non tramite conferimenti. Una simile (supposta) regola è perfino smentita dalle stesse norme citate, che non a caso ammettono, a certe condizioni, la possibilità che i soci finanziare la società, perfino qualora essa sia in crisi, senza essere retrocessi in rango rispetto ai creditori chirografari. D'altronde, i finanziamenti postergati non sono affatto riqualificati come conferimenti, non incrementano il capitale, sono contabilmente indicati tra i debiti, sono rimborsati prima dei conferimenti.

Ciò precisato, si pone una domanda ineludibile: se la norma relativa al divieto di garantire il capo salvo al socio finanziatore, che normalmente non partecipa alla conduzione dell'impresa, tutela il socio promittente o garante, ma non i creditori sociali, quale ragione di ordine pubblico ne sorregge oggi l'esistenza?

Io credo che si possa rispondere a codesta domanda solo sulla base della considerazione della storia in senso lato "filosofica" della norma: essa riguarda un mondo o contesto in cui vi sono soci, illimitatamente responsabili e già esposti alle azioni dei creditori sociali (ma che sono anche loro creditori personali, in virtù della loro responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali) i quali, oltre a ciò, garantiscono con il loro lavoro e la loro iniziativa personali ad altri soci (seppur,

talvolta, anch'essi illimitatamente responsabili), la possibilità di scegliere se comportarsi da soci o da creditori, secondo il proprio vantaggio e l'*eventus* dell'affare comune.

Il caso si presenta spesso per le società di persone, meno spesso per quelle di capitali. L'estensione della regola alle società di capitali è questione di legislazione, non di applicazione razionale di principi estratti dalla natura.

4. Il divieto di società leonina nel diritto comparato e alla luce del senso comune.

Appurato che nell'art. 2265 c.c. convivono due norme diversissime, va detto che esistono ordinamenti attualmente vigenti in cui non esiste alcuna delle versioni del divieto del patto leonino che incontriamo nella nostra disposizione; esistono altri ordinamenti in cui vige il divieto di esclusione dagli utili, ma non quello dell'esclusione dalle perdite, e viceversa; altri ancora in cui il divieto è duplice, come da noi.

Dire che la nostra versione del divieto è imposta dalla causa delle società, cioè dalla natura stessa della fattispecie, è sostenere che tutti gli ordinamenti diversi dal nostro ammettono l'esistenza di società contro natura. Per essere onesti, si tratta di una grave mistificazione, considerato che non è contro natura tutto ciò che la natura consente, come dimostra la contemporanea cultura LGBT+.

Inoltre, la tesi secondo cui il nostro legislatore, in compagnia dei pochi che adottano il modello dell'art. 2265 c.c., sarebbe lungimirante, perché si preoccupa di mantenere una proporzionalità tra rischio e potere, crolla di fronte alla consolidatissima opinione per cui l'esclusione dalle perdite deve essere assoluta, perpetua e costante: quindi, basta rischiare pochissimo, diciamo un euro, per sfuggire al divieto e alla nullità. Inoltre, il principio della corrispondenza tra rischio e potere è ormai smentito da una serie impressionante di norme, che ammettono che il potere non sia distribuito in modo proporzionale al rischio (si pensi alle maggiorazioni dei diritti di voto, alle categorie di azioni senza voto, a voto limitato, ridotto o condizionato, ai diritti speciali dei soci di s.r.l.) e viceversa. Anche questa è una storia nota, espressa in modo assai efficace, tra gli altri, perfino dal leone della favola di Fedro.

Anche un ragionamento intuitivo ci assicura che non sempre chi rischia di più è il più assennato. Spesso il socio di maggioranza è meno saggio e avveduto del socio di minoranza, e la saggezza non si misura quantitativamente (nella Settima lettera platonica, citata all'inizio, si dice del resto che la saggezza non può essere «detta» nello stesso modo in cui lo sono le dottrine scientifiche, o *mathēmata*).

Il Presidente Mambriani della sezione specializzata del Tribunale di Milano, nel suo intervento al seminario romano al quale ho partecipato con la relazione che ora ho trascritto, ha detto che il socio investitore, di regola, non vuole perdere

quanto ha investito. Altrettanto di regola, aggiungerei, egli vuole guadagnare. Pertanto, lascerà spesso la gestione in mano al socio imprenditore, ma lo vorrà espellere quando non guadagni abbastanza, cioè, di regola e se possibile, prima che inizi a perdere.

Come bene hanno detto Marco Maugeri e Carlo Felice Giampaolino, il conflitto non è tra donne e uomini saggi e temerari, ma tra interessi tutti meritevoli: il conflitto va gestito, nel quadro del diritto dell'impresa, magari ricorrendo alla categoria dei doveri fiduciari.

Data la natura conflittuale *ex post* degli interessi (nel senso che i conflitti di solito sorgono nel corso del rapporto), vi è la possibilità di comporli con pattuizioni *ex ante*. In parole forse meno astruse, i soci sono incentivati a regolare per contratto le eventuali situazioni di conflitto, il che è precisamente quel che si fa tramite le clausole di *drag along* o di *russian roulette* e simili, comprese le opzioni a prezzo predefinito.

Se parliamo quindi di ciò che accade di regola, il divieto del patto leonino non incentiva né il finanziatore a investire, né l'imprenditore a prendere come socio un finanziatore. Il divieto è spesso soltanto un intralcio alla libera contrattazione, la cui presenza fa aumentare, senza alcun beneficio, i costi di transazione delle parti. Passi per le società di persone, in cui, di regola, il finanziatore avrebbe la garanzia del patrimonio personale dell'imprenditore: diventandone socio, il finanziatore perde tale garanzia, in cambio di una remunerazione (a titolo di partecipazione agli utili) potenzialmente superiore all'interesse sul finanziamento. Qui la giustizia correttiva, nel cui ambito si muove il patto leonino, ha effettivamente un ruolo: il finanziatore non può, nei confronti dell'imprenditore, avere sia i vantaggi del socio, sia quelli del creditore. Perciò l'art. 2265 c.c., per uno scrupolo che definirei "morale", gli impone di scegliere.

Dove invece, tipicamente, i soci non sono illimitatamente responsabili (vale a dire nel caso delle società di capitali, salvo le accomandite per azioni, che fortunatamente sono così poche da non costringermi a occuparmene), il divieto del patto leonino non ha alcun fondamento accettabile.

Poiché il legislatore impera e non fa dottrine, la legge potrebbe tuttavia (insensatamente) imporre il divieto anche dove esso non abbia alcuna funzione apprezzabile. È veramente così?

5. Absint leones!

Esaminando la disposizione dell'art. 2265 c.c. nel suo contesto, il dato di fondo è che la disposizione non è posta sotto la rubrica «Disposizioni generali» del Capi I del Titolo V, del libro del Lavoro del codice civile, bensì sotto la rubrica «Della società semplice». Essa è richiamata dalle disposizioni sulle società in nome collettivo e in accomandita semplice, ma non per le società di capitali.

Anche se fosse compresa tra le norme dichiarate come «Disposizioni generali», la norma dell'art. 2265 c.c. non varrebbe automaticamente per le società di capitali. Si consideri che le società di capitali (salvo le accomandite per azioni) possono essere costituite per atto unilaterale; che non si possono conferire nelle società per azioni e in accomandita per azioni le opere o i servizi; che la disposizione sulle s.r.l. non è sostanzialmente applicabile e, nel caso del conferimento d'opera del socio lavoratore, duplica l'onere del conferimento, con la polizza fideiussoria; che l'art. 2249 c.c. ha perso una gran parte del suo significato da quando si possono costituire società non lucrative o parzialmente non lucrative.

Stando alla lettera della legge, nulla obbliga a estendere la disposizione dell'art. 2265 c.c. alle società di capitali (salvo, forse, il caso delle società in accomandita per azioni, di cui non mi occupo qui). La norma che viene postulata dalla giurisprudenza, quando sostiene che il divieto del patto leonino è transtipico e d'ordine pubblico, è insomma una metanorma, di quelle che sono create *extra legem*, superiori in credito ed onore alle norme della stessa legge. Una domanda retorica: il nostro non è forse un ordinamento in cui il diritto è scritto nelle leggi?

La creazione della metanorma è però frutto di un'illusione ottica. Prima del codice del 1942, la disposizione sulla società leonina era dettata nel codice civile del 1865, all'art. 1719, e riguardava il contratto di società che, al pari del contratto di *societas* romana, non aveva effetti al di fuori di quelli obbligatori. La disposizione non era ripetuta per le società commerciali. Tuttavia, se ne discuteva l'applicazione anche alle società commerciali, e la ricerca sagace della Dott.ssa Petri ni ha mostrato che gli unici precedenti esistenti sull'art. 1719 c.c. 1865 riguardavano società anonime.

Tuttavia, nessuno di quei precedenti ha ravvisato la violazione del patto leonino, sicché, secondo qualsiasi manuale di statistica, la validità e predittività dei medesimi rispetto alla tesi per cui anche alle società anonime sarebbe stato applicabile l'art. 1719 c.c. 1865 dovrebbe essere ritenuta prossima a zero.

I magistrati che estesero quei precedenti hanno sicuramente supposto, ma non dimostrato, che anche le società anonime fossero soggette al divieto di patto leonino. Essi hanno verosimilmente creduto di levarsi di impiccio, inventando la tesi secondo cui l'esclusione dalle perdite dovrebbe essere assoluta, costante e perpetua: a prima vista sembra un modo intelligente per dire che la norma non si applica mai, approfittando di una lettura (evidentemente *contra spiritum*) dell'aggettivo «ogni», che si legge nella disposizione positiva dell'art. 2265 c.c. e che allora era formulato in modo un po' diverso ma equivalente¹⁰. Tuttavia, in realtà, è stata una sciagura.

Il danno di questa formula è stato molto grave, poiché essa si è dimostrata più

¹⁰ L'art. 1719 c.c. 1865, al secondo comma, recita: «Parimente è nulla la convenzione, per cui i capitali o effetti posti in società da uno o da più soci si dichiarassero esenti da qualunque contributo nelle perdite».

contagiosa e persistente della famigerata peste antonina (che durò sedici anni, mentre il *dictum* della Suprema Corte ci accompagna da più di un secolo)¹¹. Credendo che bastasse somministrare la papaverina al ciclope (*alias*, al leone del patto), i magistrati di allora strinsero con i successivi legislatori del 1942 un patto infernale, per cui ancora adesso siamo sotto la vigile tutela di un divieto di società leonina tramutato, di fatto, in un «diavolo custode» (sul tipo di Mefistofele per Faust).

Oggi, insomma, possiamo «augurarci» o «fare finta» che il leone del patto non morda, perché la fattispecie non comporta (davvero mai?) l'esclusione assoluta, costante e perpetua del socio dalle perdite. Eppure, dobbiamo trascinarlo accanto a noi con il guinzaglio, come se fosse un cagnolino, sperando che non si risvegli dal letargo.

L'unico modo di liberarci della sonnacchiosa compagnia del leone è di licenziarlo, chiudendolo nella gabbia da cui proviene: le società di persone. Lì occorre lasciare che domini in pace, esercitando il suo innocuo strapotere su vacche, caprette e pecorelle, come al tempo della favola di Fedro.

6. Il patto e la clausola statutaria.

Un ultimo pensiero riguarda la tesi secondo cui il patto leonino sarebbe nullo solo se contenuto nello statuto (atto costitutivo) della società, ma non se fosse contenuto in un patto parasociale.

La tesi è infondata anzitutto perché, storicamente, nella «variante» dell'esclusione da ogni partecipazione alle perdite, il patto leonino è sempre stato un patto esterno alla società.

È infondata, in secondo luogo, perché la lettera della legge ha cura di fulminare «il patto» tra i soci, non già la clausola del contratto associativo.

È anche infondata, perché la diversità del piano parasociale rispetto al piano organizzativo è una realtà che non può che trovare un limite nel divieto della frode alla legge. Pertanto, se il divieto dell'art. 2265 c.c. fosse posto da una norma inderogabile, imperativa e addirittura di ordine pubblico economico, la sua convenzione tramite un patto parasociale sarebbe viziata da un disturbo della funzione, per cui la causa sarebbe da reputare illecita.

Cedo la parola a Giorgio Oppo: «il problema non è eludibile parlando di “confusione di piani logici” (Jaeger): la distinzione di piani logici è reale ma il piano della meritevolezza non è solo logico, è giuridico, ed è su questo piano che va apprezzato l'incontro o scontro del parasociale con il sociale. L'art. 1344 c.c. dimostra che il legislatore non si è lasciato ... confondere dalla diversità dei piani logi-

¹¹ Mi scuso per i riferimenti di storia romana, ma sia l'argomento del mio scritto, sia il fatto di trovarmi a Roma, mi giustificano: almeno lo spero.

ci. Allo stesso modo non basta qualificare l'accordo parasociale alla stregua della "irrilevanza sul piano organizzativo" societario o della estraneità agli "schemi formali dell'agire societario" (Santoni)¹².

Lascia molto perplessi la tesi, sostenuta dalla Corte di Cassazione nel 2018, per cui il patto parasociale potrebbe proteggere interessi meritevoli di tutela che non potrebbero trovare albergo nel contratto di società per preservare la «purezza» della causa società. La causa della società è impura per definizione; non può inoltre far piacere l'eco di teorie screditatissime come quelle relative alla purezza della razza; come ha detto la Consigliera Angelina Maria Perrino nel suo brillantissimo intervento, l'art. 1322 c.c. fa della meritevolezza di tutela («secondo l'ordinamento giuridico») il mezzo per rendere normativamente rilevanti i modelli di contratto divenuti socialmente tipici, non previsti di una disciplina codicistica, ma muniti di una disciplina sociale meritevole di essere riconosciuta dall'ordinamento; la riduzione della meritevolezza al concetto di causa lecita spinge inevitabilmente a valutare la causa concreta di ogni singola pattuizione: il che non desta scandalo, ma ha un costo enorme in punto di amministrazione della giustizia come problema di concreta e pratica realizzazione di compiti primari dello Stato di diritto.

Da questo groviglio si esce solo in un modo: come ho detto prima, rimettendo il leone nella sua gabbia, tra le società di persone, senza disturbare oltre il libero traffico delle società di capitali.

¹² G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 527.

Clausole di trascinamento (c.d. *drag-along*): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione

Drag-along clauses and fair value

Carlo Felice Giampaolino *

ABSTRACT:

L'articolo affronta il dibattito sulla necessità da parte delle clausole statutarie di *drag-along* di un rinvio obbligatorio al valore di recesso e riscatto e indaga sull'applicazione analogica delle disposizioni sulla "equa valorizzazione". L'autore mette in discussione la fondatezza di tale analogia e argomenta che, nella clausola di trascinamento, la mancanza di un valore minimo "*floor*" può essere giustificata. L'esame si concentra su questioni procedurali, economiche e di autonomia statutaria, e sostiene che la equità nel procedimento di determinazione possa sostituire il rinvio al procedimento di valorizzazione usato per le ipotesi di recesso e riscatto.

The article delves into the debate – in the context of drag-along clauses provided in the by-laws –, surrounding the necessity of mandatory reference to the fair value in withdrawal and buyout scenarios, while exploring the analogical application of the provisions regarding "fair valuation". The author questions the coherence of such an analogy and argues that, in the drag-along clause, the absence of a minimum "floor" value can be justified. The analysis focuses on procedural, economic, and autonomy issues, contending that fairness in the determination process may replace the reference to the valuation process used in withdrawal and buyout scenarios.

SOMMARIO:

1. Il problema. – 2. Le ragioni per l'applicazione analogica della disciplina del recesso e del riscatto. – 3. Critica del ricorso all'analogia. L'equa determinazione sostituisce l'equa valorizzazione. – 4. Il controllo in sede di omologazione per il caso di unanimità.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Roma Tor Vergata; e-mail: giampaolino@economia.uniroma2.it. Lo scritto costituisce la rielaborazione, con l'aggiunta di essenziali note di riferimenti, della relazione al convegno su *Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei 20 anni dalla Riforma del diritto societario*, tenuto alla Sapienza Università di Roma, Facoltà di Giurisprudenza, il 1° dicembre 2023.

1. Il problema.

È diffusa – e direi prevalente – la tesi per la quale la clausola di trascinamento statutaria per essere valida deve rinviare ai criteri del recesso, quale c.d. *floor* o valore minimo per la sua validità¹, oppure non deve contenere disposizioni che si pongano in contrasto con le norme sulla liquidazione delle azioni in caso di recesso e riscatto (oppure le escludano).

Nel caso del trasferimento di azioni da parte di un Venture Capitalist, questa tesi è contraria agli interessi economici dell'investitore che non potrebbe trascinare l'altro socio sulla base della sola offerta del terzo². Sempre sul piano economico, l'interesse dell'acquirente si rivolge all'intero capitale emesso e la proprietà delle partecipazioni spetta a soggetti diversamente interessati a rimanere soci (alcuni ad es. ricoprono incarichi o lavorano per la società e col nuovo socio sareb-

¹ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 88, del 22 novembre 2005: «Si reputano legittime le clausole statutarie che prevedono, in caso di vendita di partecipazioni in s.p.a. o in s.r.l., il diritto e/o l'obbligo dei soci diversi dall'alienante di vendere contestualmente, a loro volta, le partecipazioni possedute; queste clausole, tuttavia, restano soggette alle disposizioni relative ai limiti alla circolazione delle partecipazioni, proprie dei rispettivi tipi sociali (s.p.a. o s.r.l.) e – ove prevedano l'obbligo di vendita – devono essere compatibili con il principio di una equa valorizzazione della partecipazione obbligatoriamente dismessa». Per altri riferimenti vedi anche M. NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, 396 ss. In senso contrario alla nullità della clausola, *Lodo arbitrale 29 luglio 2008*, (Arb. Un. A. Mazzoni), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 493 ss., ma con la significativa precisazione che ove il prezzo fosse inferiore al recesso si colpirebbe il negozio e non la clausola, 506; a favore della validità della clausola, C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (drag-along) ed «equa» valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 523 ss.; N. DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-along")*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 174 ss.; N. DE LUCA, M. FERRANTE, *Clausole di trascinamento e accodamento (drag- e tag-along)*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Milano, Giuffrè, 683 ss., i quali, pur riconoscendo la tesi più diffusa, ne prendono le distanze. Tale diffusione è stata testimoniata anche dallo statuto tipo di s.r.l. per start up innovative in allegato al d.m. 17 febbraio 2016, ex art. 4, comma 10-bis, del d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni in l. n. 33/2015. Cfr. le clausole che tale statuto prevede, in particolare sulla libera circolazione delle quote: C. LICINI, *Un preoccupante disinteresse: lo statuto standard di start-up innovativa*, in *Notariato*, 2016, 105 ss.; G. PERCOCO, *Nota sulla natura del modello standard di atto costitutivo della società a responsabilità limitata semplificata*, in *Società*, 2016, 261 ss.; v. anche ampiamente le osservazioni A. STABILINI, N. TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 954 ss.; G. SBISA, *Dialogo con la giurisprudenza sulle clausole statutarie di trascinamento (drag-along)*, in *Contr. impr.*, 2015, 627 ss.; R. NAVARRA, *Lo squeeze-out nella Aktiengesellschaft. Riflessioni sull'ammissibilità nelle S.p.a. mediante apposita clausola statutaria*, in *Società*, 2016, 670 ss.; A. GIAMPIERI, *Partecipazione azionaria temporanea, put a prezzo precondato del diritto di exit*, in *Contr. impr.*, 2019, 297 ss.

² V. C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 184 ss. e G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss.; P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss.

bero allontanati)³. Il «diritto del Patrimonio Destinato di ottenere la vendita della partecipazione da parte dei soci di maggioranza in caso sia opportuna la cessione del controllo sulla società» è anche previsto per il disinvestimento della Cassa Depositi e Prestiti ex art. 13, terzo comma, lett. b, n. 3, d.m. 3 febbraio 2021, n. 26, regolamento concernente i requisiti di accesso, le condizioni, i criteri e le modalità degli investimenti del Patrimonio Destinato.

Sul piano giuridico, le clausole di accordi parasociali e, ove possibile, dello statuto intendono riunificare in uscita la compagine e sostituirla con una nuova. Nei contratti di investimento, l'uscita del Venture Capitalist è tipicamente trattata nella documentazione accessoria all'investimento: come risultato di una OPV oppure come risultato di un trasferimento di azioni, inclusa la fusione, o dell'azienda o di una parte sostanziale dei beni. Ciò ha portato alla considerazione che la nostra disciplina avrebbe bisogno di un intervento normativo per superare alcuni ostacoli⁴.

La differenza emerge in modo vistoso anche se si tiene conto di una recente decisione della Corte del Delaware. Nel contesto di una *motion to dismiss*, il giudice ha valutato non invalido, *prima facie*, un accordo contrattuale tra un Venture Capitalist e i suoi soci. In tale accordo, gli altri soci, anche una persona fisica amministratore, avevano il diritto di trascinare il VC e ottenere la vendita delle azioni, nonostante le contestazioni del VC riguardo a presunte violazioni dei doveri fiduciari tra le parti. Il giudice ha sottolineato l'importanza delle rinunce contrattuali effettuate, inclusa la rinuncia all'azione per «breach of fiduciary duty», e ha respinto le affermazioni del VC sulla invalidità *prima facie* dell'accordo⁵.

La particolarità dell'uscita del socio Venture Capitalist rispetto alla semplice vendita di partecipazioni in una dialettica maggioranza/minoranza deriva dall'attività di impresa del Venture Capitalist. Lo stesso ha preordinatamente investito in una partecipazione avente un certo orizzonte temporale, e ha almeno pattuito clausole di protezione dell'uscita⁶. Nella prassi, alcune di queste clausole

³ G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 2), 257 ss.

⁴ Sulla prassi applicativa delle clausole cfr. anche, C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, (nt. 2), 169 ss. V., ad esempio, lo statuto di Kerluxe o Armed Forces Brewing Company, estratti da EDGAR SEC, così come altri reperibili nel data base. Alcuni elementi sono tipici ma non costanti. Ad esempio, le clausole di trascinamento possono passare o non passare per una "personalizzazione" della partecipazione trascinante su quella del socio di Venture Capital. In secondo luogo, i soci possono anche essere tutti Venture Capitalist e quindi il tema del trascinamento si deve porre in termini oggettivi, coerentemente con la collocazione statutaria. DARIAN M. IBRAHIM, *The New Exit in Venture Capital*, in 65 Vand. L. Rev. 1, 6 (2012), D. GORDON SMITH, *The Exit Structure of Venture Capital*, in 53 UCLA L. Rev. 315, 345 (2005).

⁵ *New Enterprise Associates 14, L.P., et al. v. Rich*, C.A. No. 2022-0406-JTL, (Del. Ch. May 2, 2023).

⁶ In primo luogo, l'uscita del socio Venture Capitalist è preceduta da divieti di trasferimento, soggetti al limite temporale (sulla prospettiva di stabilire limiti alla circolazione della partecipazione

sono assistite da una condizione (ad es. “a condizione che entro il 1° gennaio 2025 non si sia promossa una offerta pubblica, il titolare di azioni X ha diritto di vendere ad un terzo”). Talune di queste clausole statutarie si riferiscono al diritto di “vendere la società”, a significare che si tratta di un’operazione economica diversa dalla vendita della partecipazione.

In questo contesto, se fosse un principio inderogabile che il socio trascinato non sia pregiudicato nell’uscita quando il prezzo non è almeno pari al valore di recesso, tale principio – proprio perché inderogabile – non potrebbe essere trattato nel patto parasociale in modo da determinare l’effetto di pregiudizio per il socio trascinato.

In altri termini, se il principio (c.d. di equa valorizzazione) per il quale non si può essere costretti a vendere se non quando si riceve il valore di recesso fosse inderogabile, anche il patto parasociale che prevede il trascinamento senza garantire detto valore dovrebbe essere nullo⁷.

Occorre quindi verificare la fondatezza del principio, a prescindere dalla collocazione sociale o parasociale, non perché questa non sia in sé rilevante ma perché la protezione dal pregiudizio è giuridicamente trattata in modo indifferente rispetto alla collocazione ed alla efficacia. «Patto», nel 2437, sesto comma, c.c., così come nella disposizione sul patto leonino, è sia la clausola statutaria sia il contratto separato⁸.

sociale in base alle performance aziendali anziché a un periodo di tempo fisso si veda C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, (nt. 2), 169. In secondo luogo, vi sono diritti di prelazione a favore di certi azionisti. Ad es., diritto di prima offerta a favore di altri azionisti, che se intende trasferire all’esterno può effettuare il trasferimento, per esempio a condizione che il prezzo sia maggiore del 10 (su quest’ultima clausola si veda A. MAZZONI, *Patti di co-vendita e doveri fiduciari*, in *Trasferimenti di partecipazioni azionarie. Linee evolutive dopo il convegno di Portofino del 1989*, a cura di A. CRIVELLARO, 2017, Milano, Giuffrè, 211 ss.). In terzo luogo, il diritto di trascinamento (c.d. di *drag-along*) per il quale il Venture Capitalist ha il diritto di richiedere che tutti gli altri soci vendano o procurino la vendita (per tutti, e senza pretesa di completezza, si veda, Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373 ss.; *Lodo arbitrale 29 luglio 2008*, (Arb. Un. A. Mazzoni), (nt.1); C.F. GIAMPAOLINO, (nt. 1), 530 ss.; N. DE LUCA, (nt. 1), 174 ss.; L. FABBRINI, *Validità delle clausole di drag-along*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 134 ss.

⁷ Per un esempio scolastico in tema di recesso, se il socio pattuisse nel patto parasociale che potrà trattenere il solo valore nominale mentre lo statuto rinvia alla legge, ritengo che quella pattuizione parasociale potrebbe essere messa in dubbio dal socio recedente pur vincolato dal patto parasociale e che alla fine un giudice gli darebbe ragione. Quindi o il principio inderogabile, applicato per analogia, si applica anche al patto parasociale oppure non è inderogabile. Non appare quindi convincente la conclusione di M. NOTARI, (nt. 1) 396 ss., il quale sembra ammettere una rinuncia parasociale del socio trascinato a parte del corrispettivo che avrebbe maturato per effetto dell’applicazione del criterio di valutazione della partecipazione previsto dalla legge per il recesso. Se davvero esistesse un principio inderogabile che impedisce il pregiudizio al socio trascinato nell’exit, tale principio dovrebbe essere applicato in modo uniforme e coerente anche nei patti parasociali, sottolineando l’importanza di mantenere un bilanciamento tra negoziazione contrattuale e tutela dei diritti dei soci.

⁸ M. FILIPPELLI, *Patti limitativi delle cause legali inderogabili di recesso*, Relazione a questo seminario, 1; M.S. SPOLIDORO, *Un’introduzione non frettolosa alla società leonina*, Relazione a questo seminario, 6, entrambi consultati per la cortesia degli autori.

2. Le ragioni per l'applicazione analogica della disciplina del recesso e del riscatto.

Secondo la tesi più rigorosa, il meccanismo sotteso alla clausola di c.d. co-vendita forzata (*drag-along*) impone il compimento di un atto di trasferimento azionario a prescindere da un effettivo consenso attuale dell'interessato nella stessa direzione e quindi replica precisamente i tratti di "forzosità" propri delle clausole di riscatto azionario, la cui disciplina a sua volta rinvia al recesso (*ex art. 2437-sexies c.c.*)⁹.

Secondo questa tesi, la clausola di co-vendita non può che suscitare le stesse esigenze di tutela (nei confronti del soggetto passivo del meccanismo forzoso) evidenziate e risolte in termini di disciplina nel caso del riscatto azionario. Ogni diversa soluzione condurrebbe, di necessità, a forme di disparità del tutto arbitrarie quindi illegittime.

Quando la clausola di trascinamento individua il corrispettivo spettante al socio di minoranza (forzato) alienante mediante rinvio, *puro e semplice*, alla cifra offerta dall'aspirante acquirente al socio di maggioranza, la formazione dell'importo di detto corrispettivo non è ancorata ad alcun criterio volto ad assicurarne in modo obiettivo e controllabile la corrispondenza a parametri di mercato.

Secondo questa tesi, la scelta rigorosa imposta per le azioni riscattabili dall'art. 2437-sexies c.c. non ha carattere isolato e costituisce un punto di emersione di un più ampio principio (che taglia trasversalmente il campo societario e finanziario) teso, *sempre e inderogabilmente*, a garantire la tutela degli investitori che *subiscano* (nelle ipotesi eccezionalmente previste dalla legge) lo "smobilizzo" e il trasferimento forzoso dei loro valori. Si può riferire ad esempio: art. 2506-bis, sesto comma, c.c., in base al quale il progetto di scissione, ove preveda una «ripartizione non proporzionale» tra i soci delle partecipazioni nelle società beneficiarie, «deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso...»; l'art. 108, commi terzo, quarto e quinto e l'art. 111, secondo comma, t.u.f., che – in relazione all'obbligo e al diritto di acquisto spettanti a chi, a seguito di un'offerta pubblica di acquisto, venga a detenere la gran parte del capitale di un emittente – disciplinano dettagliatamente e rimettono in alcune ipotesi ad un'autorità terza ed imparziale l'aspetto della fissazione del prezzo. Si è quindi diffusa la convinzione che il principio della c.d. equa valorizzazione debba

⁹ Cfr., in questo senso, M. NOTARI, (nt. 1), 393 ss. in cui si sostiene che il «significato principale del rinvio alla disciplina del recesso, pertanto, consiste nell'affermare il principio della equa valorizzazione ai casi di riscatto, tenuto conto che, a ben vedere, il contenuto essenziale delle disposizioni in tema di riscatto, di cui all'art. 2437-sexies c.c., si concentra su tale rinvio e in esso forse si esaurisce»; C. ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, I, 32 ss.; N. DE LUCA, (nt. 1), 180 ss.

connotare tutte le ipotesi di “exit forzato”, che si realizzano quando uno o più soci sono “costretti” a subire la liquidazione in denaro delle proprie azioni, come avviene nelle clausole di *drag-along*, di roulette russa, o di vendita collettiva forzata, per citare alcune delle più note nella prassi societaria.

Il principio dell’equa valorizzazione si attua nelle regole in forza delle quali: (i) il socio che subisce il riscatto ha diritto alla liquidazione in denaro del valore delle azioni oggetto di riscatto (primo comma); (ii) il valore di liquidazione delle azioni riscattate deve essere determinato sulla base dei criteri dei commi secondo e terzo dell’art. 2437-ter c.c.; (iii) la clausola di riscatto può derogare i criteri di liquidazione stabiliti dalla legge, prevedendo «criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione» e indicando «gli elementi dell’attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati», nonché «altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione» (quarto comma); (iv) il socio che subisce il riscatto ha diritto di contestare la determinazione del valore di liquidazione e di ottenere una revisione ad opera di un esperto nominato dal Tribunale (sesto comma).

Secondo questa tesi, il motivo per il quale la legge renderebbe applicabile la regola dell’equa valorizzazione alla clausola di riscatto risiede proprio nella natura «statutaria» della clausola stessa ed il medesimo patto sarebbe assoggettato a una disciplina diversa, a seconda che esso rimanga sul piano parasociale oppure venga assunto come regola statutaria. Nel caso dello statuto, secondo questa tesi, si danno limiti imperativi derivanti dalla disciplina dell’organizzazione societaria¹⁰. A parità di contenuto e di funzione, la ragione del diverso trattamento risiederebbe proprio nella circostanza che l’adozione della forma statutaria attribuisce al patto la capacità di non limitare i propri effetti «tra le parti», bensì di vincolare qualsiasi titolare delle azioni (o delle azioni della categoria caratterizzata dalla specifica regola statutaria), per tutta la durata della società.

Per quanto riguarda la regola dell’equa valorizzazione, come limite inderogabile delle clausole statutarie di riscatto, secondo questa tesi, la *ratio* del rinvio ai criteri del recesso può essere rinvenuta nell’esigenza di evitare che circolino azioni (e lo stesso vale per quote di s.r.l.) che incorporano il «rischio» di perdere una parte anche significativa del loro valore, non già a causa dell’andamento dell’impresa sociale, bensì a causa della decisione di altri soci o della stessa società, che sarebbero così in grado di appropriarsi di tale valore. Esigenza che a sua volta si collegherebbe con la finalità di non disincentivare l’investimento azionario, assicurando cioè che le partecipazioni sociali non possano essere gravate da un rischio di “espropriazione a valori iniqui”, nemmeno se derivante da una clausola statutaria soggetta a pubblicità legale.

L’art. 2437-sexies c.c. individua espressamente gli elementi essenziali della fattispecie come segue: deve trattarsi (i) di una clausola statutaria; (ii) la quale attribuisca alla società o ai soci un potere di riscatto, da intendersi più propriamente

¹⁰ Cfr. M. NOTARI, (nt. 1), 387; C. ANGELICI, (nt. 9), 32.

come un potere di «acquisto» a titolo oneroso verso un corrispettivo in denaro; (iii) gravante sulle azioni della società o sulle azioni di una o più categorie. Ciò che appare decisivo è il potere in sé, di privare, con un mezzo o con l'altro, alcuni soci della titolarità delle loro azioni, costringendoli a ricevere la liquidazione in denaro del loro investimento, quale conseguenza dell'altrui decisione, al ricorrere dei presupposti previsti dalla clausola di riscatto.

Il c.d. principio di equa valorizzazione non costituirebbe una eccezionale limitazione dell'autonomia statutaria, valida per la sola clausola di riscatto in senso stretto, bensì una regola applicabile ogni qual volta lo statuto intenda assoggettare in un modo o nell'altro i soci o una parte di essi alla possibilità di essere costretti a liquidare le azioni contro la propria volontà.

3. Critica del ricorso all'analogia. L'equa determinazione sostituisce l'equa valorizzazione.

Si è detto che il rinvio ai precetti della equa valorizzazione contenuti nei commi primo, secondo, terzo, quarto e sesto dell'art. 2437-ter c.c., operato dall'art. 2437-sexies c.c., sarebbe suscettibile di applicazione analogica nei confronti di tutte le ipotesi «atipiche» di *exit* forzato, caratterizzate dall'assoggettamento al potere della società o di altri soci di rendersi acquirenti delle azioni a fronte di una liquidazione in denaro. Ciò determina, secondo questa tesi, la nullità – parziale¹¹ – di ogni criterio che sia diverso da quello del recesso, fissato anche per il riscatto.

Tale inderogabilità determinerebbe la nullità anche di una clausola che rinvia all'offerta del terzo e non al recesso/riscatto come clausola a tempo (per es. per i primi 8 anni, coerenti con i tempi dei fondi di investimento) o condizionata a certi eventi (il mancato avvio di una OPV), perché ciò che è nullo per contrasto con un preteso principio inderogabile non potrebbe diventare valido per un certo periodo di tempo. E tale conseguenza radicale deve essere tenuta in considerazione.

In ogni caso, è mia opinione che la tesi della nullità della clausola di *drag-along* che non si riferisca al valore di recesso o riscatto nella determinazione del prezzo o che non preveda la revisione in caso di prezzo inferiore, per effetto dell'applicazione della disciplina del recesso e del riscatto alla fattispecie del diritto al trascinamento statutario, non sia pienamente fondata.

In primo luogo, sul piano delle fonti del rapporto, per privare di efficacia la determinazione del prezzo *per relationem* al contratto tra trascinante ed acquirente, occorre applicare le due specifiche disposizioni che prevedono la nullità di clausole di recesso/riscatto (2437-ter, c.c., 2437-sexies, c.c.) e dimostrare che siano applicabili anche se sono previste per altra fattispecie tipica.

¹¹ Si dice «parziale» in Consiglio Notarile di Milano, con la Massima n. 181, del 9 luglio 2019 a proposito della clausola di roulette russa, ma con esplicita estensione alla *drag-along*, e interpretazione autentica del Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 88, del 22 novembre 2005.

La prima disposizione è quella norma di chiusura sul recesso che sancisce la nullità delle diverse previsioni che lo rendano più gravoso (2437, sesto comma, c.c.). Occorre poi ritenere che la disposizione dell'art. 2347-ter sui criteri di valutazione sia inderogabile in tutti i casi, e quindi che la clausola di trascinamento senza *floor* sia nulla per nullità virtuale.

A me pare che, sul piano delle fonti, la conclusione che applica le disposizioni sulla valorizzazione in caso di recesso e riscatto – e priva di efficacia la clausola di trascinamento al prezzo fissato tra trascinante e terzo per conflitto con il divieto di rendere più gravoso il recesso – non sia convincente in senso assoluto.

In primo luogo, la nullità e l'inderogabilità segnano certamente il limite dell'autonomia statutaria con riferimento al recesso ed al riscatto, ma è da dimostrare che la nullità che elide l'efficacia delle deroghe peggiorative nel recesso/riscatto non segnali piuttosto una specifica esigenza di protezione della situazione del socio recedente o riscattato, e non generale rispetto a quella di ogni *exit* forzato.

Ora è vero che il criterio dell'art. 2437-ter c.c. non è usato solo nel caso del recesso o del riscatto, ma è richiamato anche per l'acquisto da parte della società (o dei soci) previsto per ovviare alla clausola di mero gradimento (art. 2355-bis, secondo comma, c.c.). Si conviene quindi che esso è il criterio tipico per evitare sia (i) il socio prigioniero, cioè colui che non può impedire modificazioni sostanziali dell'atto costitutivo, o colui che riceve un rifiuto alla vendita nei confronti di un certo soggetto derivante dal mero non gradimento, sia (ii) il socio che sarebbe impoverito a favore degli altri, colui che subisce la decisione di riscatto.

Con riferimento alla modificazione dello statuto, come ho potuto altrove sostenere, la disposizione fissa il limite inderogabile in senso peggiorativo per bilanciare la soggezione del singolo al potere della maggioranza di modificare alcune regole dello statuto. Il recesso trasforma la posizione societaria (proprietà della) partecipazione in una situazione soggettiva di pretesa rispetto ai beni (diritto alla liquidazione all'esito del procedimento). Questa conclusione mi pare pacifica e non controvertibile. Con riferimento alla fissazione del valore di recesso, la necessità della stima *ex* art. 2437-ter c.c. (cosa ben diversa da un prezzo) mira a salvaguardare sia l'interesse della società a non essere privata delle proprie risorse allorché rimborsasse (per la naturale esigenza di poter/dover soddisfare anche i creditori), sia quello dei soci recedenti, che non devono essere penalizzati in occasione del disinvestimento¹².

Con riferimento al riscatto, soggezione al potere della società o dei soci, o per es. alla scissione non proporzionale, il rinvio ai criteri di determinazione fissati

¹² L'interpretazione ampiamente prevalente di tale disposizione è nel senso che non ogni e qualsiasi modifica statutaria che alteri in senso peggiorativo la posizione amministrativa o patrimoniale dei soci dia luogo al recesso, ma che il recesso possa derivare da questa disposizione in casi di delibere che peggiorino in via diretta e generale specifiche prerogative dei soci stessi: cfr., F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso da società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291.

per il recesso ha ragioni di tutela e giustizia nei confronti degli altri soci che vedrebbero incrementata la propria proporzione della parte di ricchezza non attribuita a colui che subisce il riscatto. In altri termini, il minore importo attribuito alle azioni riscattate incrementerebbe il residuo delle altre azioni e quindi si tratterebbe di un impoverimento di un socio a vantaggio degli altri.

Ma nel caso del trascinamento non si corre né il rischio che la società riduca il capitale per un importo che non riflette un “valore” delle azioni, né il rischio che gli altri soci si arricchiscano a svantaggio dell’altro.

Ora, è pacifico che la clausola di trascinamento tuteli un interesse meritevole di tutela, la possibilità di vendere l’intero capitale in presenza di un interessato all’intero capitale, e che di per sé l’interesse del trascinante al maggior prezzo sia allineato a quello del socio trascinato. Inoltre, come afferma la S.C., la clausola di *drag-along* «consente, per un verso, al socio di maggioranza di agevolare la cessione laddove il possibile acquirente non intenda effettuare l’investimento se non acquistando l’intero capitale sociale» (con ciò, peraltro, consentendo al socio di minoranza di condividere un prezzo di realizzo che incorpora in sé anche il valore di controllo)¹³.

Ed in effetti alcuni statuti dell’esperienza statunitense si riferiscono alla “sale of the corporation” in relazione al *drag-along*, non a vendite di partecipazioni (ancorché la prima implichi le seconde), a segnalare una operazione unitaria.

Si tratta di circostanze della fattispecie concreta significativamente diverse rispetto al recesso ed al riscatto (ed anche al diniego del gradimento). Il socio trascinante che accetta quel prezzo lo accetta volontariamente e lo impone all’altro, che è obbligato ad accettarlo. Non si tratta di un socio prigioniero, ma di un socio “impoverito” dalla scelta altrui senza che però il socio trascinante se ne giovi.

In secondo luogo, anche superando la diversità delle circostanze, per utilizzare l’art. 2437, sesto comma, c.c., e considerare la clausola statutaria di *drag-along* senza rinvio al recesso/riscatto come nulla, bisognerebbe ritenere che la fissazione del prezzo per il socio trascinato sia più “gravosa” e che la disciplina applicabile direttamente, quella statutaria, non sia idonea a fornire il rimedio sufficiente e invece urta con la disposizione nel “rendere più gravose” le conseguenze.

Si può ipotizzare che questo possa accadere (i) in senso economico o (ii) in senso procedimentale. Anche nella tesi che prevede l’applicazione analogica, ci si concentra sul meccanismo di revisione quale strumento di tutela in presenza di un prezzo inferiore al valore di recesso/riscatto¹⁴.

¹³ Cfr. Cass. civ., sez. I, 25 luglio 2023, n. 22375, in *Foro it.*, 2023, I, 3515 ss., con commento di R. GRIMALDI. Per una ricostruzione della clausola si rinvia a Trib. Milano, sez. VIII civ., 24 marzo 2011, con commento di P. DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Notariato*, 2011, 395 ss.

¹⁴ Cfr. M. NOTARI, (nt. 1), 383 ss., allo stesso modo, nulla impedisce che la clausola statutaria di riscatto o di exit forzato prevedano meccanismi volti all’esecuzione immediata del trasferimento coattivo derivante dall’attivazione della clausola, a condizione che permanga intatto il diritto alla revisione del valore di liquidazione, anche dopo che sia divenuto efficace il trasferimento delle azioni oggetto di ri-

Sul piano economico, non si sa se l'ignoto prezzo sarà inferiore al valore di recesso, proprio perché è ignoto ma certamente non si può dire *ex ante* che sia inferiore. Per avere l'inefficacia per nullità si dovrebbe dire che il rinvio al prezzo senza *floor* è sempre peggiorativo.

Sul piano procedimentale, cioè guardando a *come* si forma il prezzo, nel procedimento per la determinazione del valore di recesso e riscatto, la determinazione del consiglio di amministrazione ha un significato tecnico (testimoniato dai pareri del collegio sindacale e del revisore) ed essa è quindi meno "arbitraria" per definizione di una contrattazione tra privati. In effetti, l'attribuzione del valore delle azioni per il recesso, da parte del consiglio prima e dell'esperto poi, è oggetto di una discrezionalità tecnica. Non mancano comunque diverse decisioni rese all'esito delle contestazioni sul valore di recesso¹⁵, dalle quali ricavare che si tratta comunque di discrezionalità tecnica suscettibile di contestazione in quanto avente ad oggetto valutazioni.

Ed allora la "maggiore gravosità", non tollerabile dall'art. 2437, sesto comma, c.c. – si potrebbe dire – è nel fatto che (i) non vi è un procedimento tecnico-valutativo di determinazione del prezzo basato sulla discrezionalità tecnica ma che (ii) si tratta di un prezzo per il socio trascinato derivato dal puro calcolo economico nella compravendita tra trascinate e acquirente.

Occorre allora considerare che il procedimento valutativo basato sulla discrezionalità tecnica offre, a garanzia del socio, più il metodo che il risultato. Il dissenso da parte del socio sul metodo tecnico non è sufficiente ad attivare il potere del giudice di determinare il valore della partecipazione in sostituzione dell'esperto mentre l'"erroneità" della perizia consiste in un ragionamento caratterizzato da contraddittorietà tra premesse e conclusioni, fondato su dati di fatto manifestamente errati o inficiato da errori di calcolo evidenti. La manifesta iniquità consiste invece in una obiettiva sproporzione tra prestazioni, tale da ingenerare una lesione

scatto o di exit forzato. Anzi, si può forse ritenere che sia questa la disciplina derivante dal regime legale del riscatto, a differenza del recesso, là dove la contestazione del valore sospende il meccanismo di liquidazione delle azioni recedute e quindi anche il loro trasferimento con la procedura prevista dall'art. 2437-*quater* c.c., la quale non trova tuttavia applicazione – salvo particolari ipotesi – nell'ambito del riscatto e delle fattispecie atipiche di exit forzato (cfr. *supra*, par. 3).

¹⁵ E ciò perché (cfr., Trib. Torino, sez. impr., 20 giugno 2022, n. 2702), in merito al recesso di soci di Banca Sella, per quanto la stima dell'esperto nominato *ex art.* 2437-*ter* o 2473 c.c. debba farsi, avuto riguardo ai criteri legali e/o statutari previsti dalla disciplina di settore (cfr. art. 2437-*ter*, commi dal secondo al quarto), anziché in base alla semplice "equità mercantile" (su cui v. Cass. civ., sez. III, 28 giugno 2016, n. 13291) e a nozioni di comune esperienza – la discrezionalità resta comunque elevata.

Infatti, è noto che esistono diverse metodologie di valutazione delle partecipazioni azionarie (o delle imprese), le quali di norma restituiscono valori anche apprezzabilmente differenti, di modo che la motivata scelta da parte dell'esperto di un metodo anziché un altro non può ritenersi indice di manifesta iniquità o erroneità della determinazione (cfr., App. Torino, sez. impr., 5 maggio 2020, n. 468). A. STABILINI, N. TRAPANI, (nt. 1), 31.

ultra dimidium, secondo il canone ricavabile dall'art. 1448 c.c.¹⁶. Si può quindi dedurre che nel recesso e nel riscatto il valore delle azioni è reso all'esito di un procedimento di determinazione, certamente tecnico ma che comunque risente di discrezionalità e soggettività, e che può essere corretto sia per il caso di "erroneità" rilevante, sia per il caso di "iniquità".

Ed allora, a parità delle altre circostanze (la iniquità è sindacabile sia nella valutazione del recesso, sia in quella della *drag-along*), al socio riscattato per effetto di una clausola di *drag-along* che non rinvia al recesso/riscatto manca il rimedio contro la erroneità tecnica, che avrebbe a disposizione se il prezzo fosse formato secondo discrezionalità tecnica e rivisto da un esperto.

Questo socio trascinato può contestare la determinazione solo ove vi sia lesione *ultra dimidium*, posto che nella ipotesi ricostruttiva qui proposta, che non richiede l'applicazione della disciplina del recesso, non vi è rilevanza del procedimento tecnico.

La questione è quindi questa: la carenza di un elemento – il procedimento tecnico di valutazione che porta alla determinazione del valore¹⁷ – è tanto grave da portare *ex ante* alla nullità della clausola di *drag-along* che non lo prevede o contiene elementi da escluderlo, per il fatto che una diversa disciplina si deve applicare analogicamente per un difetto di tutela del trascinato?

A mio parere, la risposta è negativa se si considera che tale carenza del procedimento tecnico nella determinazione del valore può essere sostituita da una interpretazione di "garanzia" dell'art. 1349 c.c., che non offra spazio all'arbitrio del trascinate.

In tempi recenti, si è diffusa una lettura dell'art. 1349 c.c., sì che gli autori e le corti ammettono oggi che la prestazione o controprestazione possa essere individuata da una delle parti del negozio: all'essenziale condizione, però, che la determinazione sia guidata da *criteri obiettivi consensualmente prefissati dalle parti*, i quali garantiscano, *ex ante*, un "risultato" equilibrato e realistico ed, *ex post*, ampi ed effettivi margini per un "controllo di correttezza"¹⁸.

¹⁶ Cfr., Trib. Torino, sez. imp., 2 giugno 2021, n. 3076, secondo cui (in questo senso anche, Trib. Bologna, sez. impr., 10 settembre 2020, n. 1221), per essere "manifeste", iniquità e erroneità devono essere riconoscibili a prima vista e desumibili direttamente dall'esame della determinazione del terzo e non da elementi estrinseci, tradursi in una rilevante sperequazione tra le prestazioni contrattuali contrapposte come determinate attraverso l'attività dell'arbitratore (Cass. civ., sez. III, 30 giugno 2005, n. 13954) o, in termini equivalenti, in un risultato concretamente ben distante, tanto a livello quantitativo quanto a livello qualitativo, da quello reputato corretto.

¹⁷ La valutazione tecnica è sostanzialmente diversa dalla integrazione *ex art.* 1349 c.c. V. Cass. civ., sez. III, 28 giugno 2016, n. 13291, (nt. 15).

¹⁸ F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996, 190; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, Jovene, 2005, 152; E. GABRIELLI, *I contratti in generale*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO, E. GABRIELLI, I, Torino, Utet giuridica, 2004, 864; C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, 3, *Il contratto*, Milano, Giuf-

Il “meccanismo negoziale” mediante il quale si giunge alla determinazione del prezzo di *exit* forzato può garantire un risultato equilibrato *ex ante* e controllabile nella correttezza *ex post*, quando esso conduce alla formazione di un “prezzo equo” tra terzo e trascinante.

Nelle circostanze del trascinamento, ritengo che questi criteri possano essere i seguenti: il prezzo dovrebbe essere solo costituito da denaro – o al più titoli negoziati; il terzo sia “indipendente” e, come dice talvolta lo statuto, un “*bona fide offeror*”.

Con i presidi quantitativi, contro il prezzo lesivo, perché tale determinazione è soggetta alla contestazione *ex art.* 1349 c.c., per la “manifesta iniquità”; e con il presidio di correttezza nella determinazione del valore (denaro e indipendenza o *bona fide offeror*), non mi sembra necessario che *ex ante* si debba colpire con l’inefficacia la clausola che non obbliga ad una determinazione tecnica del prezzo¹⁹.

4. Il controllo in sede di omologazione per il caso di unanimità.

Una ulteriore ragione a favore della clausola senza fissazione del c.d. *floor* nel

frè, 2000, 338; R. SACCO, *Il contenuto (l'autonomia)*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, 10, Torino, Utet, 2002, 420 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. SCIALOJA, G. BRANCA, Bologna-Roma, Zanichelli-II Foro italiano, 1970, 351.

¹⁹ Nel *drag-along* ho sostenuto che ciò sarebbe garantito dalla combinazione con la clausola di prelazione, che consentirebbe ai soci gravati dal diritto di trascinamento di acquistare essi stessi le azioni del socio trascinante, qualora il prezzo venisse da questi fissato al di sotto del valore effettivo delle azioni. In questo senso, si vedano in particolare: C.F. GIAMPAOLINO, (nt. 1), 531 ss.; A. STABILINI, N. TRAPANI, (nt. 1); E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 375 ss.

Tuttavia, ritengo di dover cambiare questa opinione, tenendo conto della giusta osservazione di M. NOTARI, (nt. 1), 397 ss., per la quale la prelazione può essere un accidente e non sempre è presente. Condivido che l’eventuale esistenza del diritto di prelazione non eliminerebbe lo stato di soggezione. In quanto “unica via di fuga” dall’espulsione forzata, la prelazione *esaspera* il grado di soggezione rispetto agli intendimenti del socio di maggioranza. Anche senza prelazione, ritengo ugualmente che non vi sia necessità di correggere con la nullità. Essi possono anche stabilire un prezzo minimo per il riscatto, garantendo così una valutazione equa delle loro partecipazioni (in questo senso anche alcuni dei commenti a Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19708, in *Società*, 2018, 434 ss., con commento di P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*; nonché in *Notariato*, 2018, 301 ss. con commento di E. MAZZOLETTI, *Valida la «russian roulette clause»*; e in *Giur. it.*, 2018, 1136 ss., con commento di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; App. Roma, 3 febbraio 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 896 ss., con nota di E. CICATELLI, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della russian roulette clause* e di F. PERRECA, *La clausola di russian roulette e il superamento dello stallo decisionale (deadlock)*; B. SCIANNACA, *Russian Roulette Clause*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 875 ss.; G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. RESCIO, M. SPERANZIN, Torino, Giappichelli, 2020, 372 ss.; M. FACCI, *La clausola di roulette russa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 765 ss.

valore di riscatto è nello spazio di potere di controllo dell'autonomia privata sullo statuto.

Se si tiene conto del giudizio del tribunale e di quello sull'omologazione rifiutata dal notaio, esso deve essere costante in sede di costituzione come in sede di modifica. La tesi c.d. restrittiva (o paternalistica²⁰) finisce per dover dimostrare che i soci in sede di costituzione, e cioè all'unanimità, non possano inserire una clausola sulla quale sono tutti d'accordo in quanto essa è illegittima per asserita contrarietà ad un principio inderogabile generale per la tutela dei soci futuri, e non possano accettare un diverso regolamento di interessi che rispetta sostanzialmente l'art. 1349 c.c.

Al riguardo, i provvedimenti del Tribunale di Milano in sede di omologazione ampiamente negativi sembrano ispirati a diffidenza verso l'accordo tra socio e terzo, e in qualche modo contraddittori. Il primo – del 2011 – sembra escludere la introduzione a maggioranza (ritenendo necessario il consenso), ma esclude al tempo stesso il recesso, come strumento di tutela. Come a dire, visto che non c'è il recesso non si può introdurre, se non all'unanimità. Il che – si rileva sommessamente – inverte l'ordine problema-soluzione, e aderisce alla posizione delle socie controricorrenti contro l'omologa rifiutata dal notaio, che sostenevano appunto la necessità dell'unanimità²¹.

Il secondo provvedimento²² affronta una deliberazione di modifica, presa questa volta all'unanimità, ma, con ampia analisi ed argomenti sistematici, non ammette la clausola in quanto sostiene l'applicazione analogica delle norme sul recesso per «contemperare l'accresciuto potere attribuito alla maggioranza assembleare», riferendosi all'ipotesi di vendita della maggioranza. Nella specie mancava tale rinvio e quindi si rigettava l'iscrizione.

A me pare che sia il tribunale, sia il notaio abbiano a che fare con una clausola che abbia un oggetto non illegittimo nel suo contenuto astratto, perché l'unanimità dei soci ha quello spazio di autonomia per rinviare anche in caso di statuto a

²⁰ G. MARASÀ, N. CIOCCA, *Il trasferimento delle partecipazioni*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. IBBA, G. MARASÀ, Milano, Giuffrè, I, 2020, 651 ss., 671.

²¹ Trib. Milano, 25 marzo 2011, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1050 ss., con nota di G.A. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, e in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, II, 59: secondo la pronuncia di merito, «non sono introducibili a maggioranza nello statuto di una società per azioni le clausole (di *drag-along* o di riscatto) che determinano la soggezione di un socio (socio “forzabile” o “riscattabile”) all'altrui potere di provocare la cessazione del rapporto sociale». F. MASSA, *Introduzione di drag-along e consenso del socio forzabile*, in *Corr. mer.*, 2011, 692 ss.; S. LUONI, *Introduzione a maggioranza delle clausole di covendita: osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2011, 2584 ss.

²² Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1157 ss., con nota di C. LUCATO, E.M. GOITRE, *Poteri della maggioranza assembleare e limiti al trasferimento di quote sociali*, e in *Giur. comm.*, 2016, II, 899 ss., con nota di L. BOTTI, *Clausola di “covendita forzata” e “drag-along”*; per la introduzione a maggioranza ma in concreto rifiuta l'iscrizione (la massima è quindi in qualche modo fuorviante).

quanto si potrebbe pattuire per l'acquisto o vendita di un altro bene, né mi pare che il bene partecipazione sia di per sé diverso tanto da giustificare un intervento autoritativo di rifiuto dell'omologazione. Ed in caso di inserimento successivo alla costituzione, a me pare che, assicurato che i soci dissenzienti in sede di modifica siano protetti almeno nella s.p.a. dal recesso *ex art. 2437, sub specie* "limitazioni alla circolazione ...", non sia possibile impedire a taluni soci di prevedere legittimamente che il prezzo non sia fissato in un *floor* ma dipenda dal contratto con il terzo, se correttamente formato. Diversamente mi pare doversi concludere per la s.r.l. per quanto riguarda l'introduzione successiva, perché manca una causa legale di recesso, ancorché sembri anche praticabile che la introduzione di certe clausole determini l'attivazione del recesso anche nella s.r.l.²³.

Riprendendo quanto sostenuto da Agostino Gambino nella sua ultima occasione pubblica, in un dibattito giuridico non si possono raggiungere certezze, e contano gli argomenti concreti e l'equilibrio delle soluzioni offerte in rapporto con i fatti economici. Argomenti e soluzioni – mi pare – sono prevalentemente a favore della soluzione più liberale, che lascia comunque al socio la possibilità di contestare il prezzo iniquo quantitativamente, o scorrettamente formato, anche a prescindere dalla sua iniquità, oltre che di recedere in caso di introduzione successiva a maggioranza.

²³ Cfr. G. MARASÀ, N. CIOCCA, (nt. 20), 665, dove si spiega che, comunque, «l'eventuale sussistenza del diritto di recesso non sia il migliore strumento di tutela per il socio dissenziente dall'introduzione della clausola di *drag-along*. Il recesso può al più offrirgli la possibilità di uscire oggi dalla società come rimedio preventivo al futuro disinvestimento che altrimenti potrebbe essergli imposto dal socio trascinante. L'alternativa, quindi, è tra disinvestimento attuale volontario e disinvestimento futuro forzato. È però vero che, come rilevato dalla stessa dottrina, quando il socio di minoranza tema il trascinamento a condizioni inique, la possibilità di uscire dalla società prima che tale potere venga esercitato, e a fronte della liquidazione del corrispettivo di recesso, costituirebbe la sola via d'uscita disponibile. [...] Ci si potrebbe, [tuttavia], avvalere della tesi secondo la quale le cause di esclusione possono essere introdotte a maggioranza ai sensi dell'art. 2473-*bis* c.c. e, almeno secondo talune di tali tesi la deliberazione darebbe diritto di recesso ai soci che non vi hanno concorso. [Tuttavia], l'accostamento di esclusione e trascinamento [è] tutt'altro che sicur[o]».

La tesi riferita è quella di M. PERRINO, *La "rilevanza del socio" nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 832; F. ANNUNZIATA, *sub art. 2473*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di L.A. BIANCHI, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2008, 541 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER, diretto da F.D. BUSNELLI, I, Milano, Giuffrè, 2010, 866 ss.; M. CIAN, *L'esclusione del socio*, in *S.r.l. commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 506 (ma con possibilità di sterilizzare l'efficacia della esclusione nei confronti del socio non consenziente). Confermata anche in giurisprudenza (Trib. Milano, 22 dicembre 2014, in *Notariato*, 2015, 618, con nota di I. SCOTTI, *Clausola di drag-along e principio maggioritario*, 618; Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1433 con nota di O. CAGNASSO, *Profili concernenti l'esclusione del socio di società a responsabilità limitata*; Trib. Ragusa, 21 novembre 2005, in *Dir. fall.*, 2007, II, 171 con nota di P. BARONTINI, *La "nuova" società a responsabilità limitata alla prova dei fatti: i limiti al principio maggioritario*).

Venture capital, preferenze di liquidazione e conflitti tra soci

Venture capital, liquidation preferences and conflicts among shareholders

Marco Maugeri *

ABSTRACT:

Il contributo, dopo una panoramica delle tipologie di clausole attributive di *liquidation preferences* più diffuse nella prassi del *venture capital* ed esaminati gli obiettivi negoziali di queste, si sofferma sui conflitti fra soci “ordinari” e soci “finanziatori” che tali clausole determinano. In particolare, sul versante dei conflitti generati dalla diversa distribuzione dei diritti patrimoniali fra soci, l’Autore evidenzia gli argomenti che potrebbero portare a superare le obiezioni mosse alla compatibilità di tali clausole con la causa lucrativa e con il divieto di patto leonino. L’Autore propone invece l’utilizzo di un criterio “concorsuale” (basato, cioè, sul raffronto fra il valore di funzionamento dell’impresa e il valore di liquidazione) per la soluzione dei conflitti che si manifestano ogniqualevolta si tratti di decidere se attuare una operazione idonea a integrare un evento di liquidità oppure proseguire nell’esercizio dell’impresa su base *stand-alone*.

The article, after an overview of the types of liquidation preferences clauses most popular in venture capital practice and examining the business purposes of these clauses, dwells on the conflicts between “ordinary” and “financing” shareholders that such clauses give rise to. In particular, with respect to the conflicts arising from the different distribution of property rights among shareholders, the Author highlights those arguments that could lead to overcome the objections raised to the compliance of such clauses with the lucrative cause and the prohibition of leonine stipulation (divieto di patto leonino). The Author then suggests the use of a “bankruptcy” principle (i.e., one based on a comparison between the firm’s going-concern value and the liquidation value), for settling the conflicts that arise whenever a decision is to be made as to whether to implement a transaction which incorporates a liquidity event or to continue operating the firm on a stand-alone basis.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Europea di Roma; e-mail: marco.maugeri@unier.it. Lo scritto riproduce il testo della relazione svolta al Seminario su *Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei venti anni della Riforma del diritto societario*, tenutosi presso l’Università La Sapienza il 1° dicembre 2023.

SOMMARIO:

1. *Liquidation preferences*: la terminologia. – 2. *Segue*: la tipologia. – 3. *Segue*: gli obiettivi. – 4. *Segue*: la specificità «funzionale». – 5. *Segue*: la specificità «organizzativa». – 6. Verso una nuova figura di conflitto tra soci?

1. *Liquidation preferences*: la terminologia

Un aspetto centrale dell'investimento dei fondi di *venture capital* in società di recente costituzione è rappresentato dalle c.d. “*liquidation preferences*” (o “preferenze di liquidazione”), vale a dire clausole che attribuiscono al fondo il diritto ad esser preferito in sede di distribuzione della liquidità derivante dal perfezionamento di determinate operazioni (c.d. «eventi di liquidità» o «eventi di riparto»). L'utilizzo del termine “*liquidation preferences*” va peraltro precisato sotto un duplice profilo. In primo luogo, il riferimento al concetto di «liquidazione» deve essere inteso in senso a-tecnico, ossia non solo come diritto che sorge in occasione di una operazione di disinvestimento collettivo a seguito dello scioglimento della società¹, ma, più ampiamente, come vicenda che dà luogo a una monetizzazione integrale o parziale dell'attivo della società² (c.d. “*asset deal*”) o a una monetizzazione integrale o parziale dell'investimento del fondo di VC (c.d. “*share deal*”)³.

¹ Un «diritto» del socio alla quota di liquidazione sorge solo qualora emerga un valore residuo ad esito del pagamento di tutti i creditori sociali e del rimborso dei conferimenti. Non vi è dubbio, tuttavia, che il diritto «a una parte proporzionale del patrimonio netto risultante dalla liquidazione» rientri tra le «posizioni caratterizzanti in astratto la comunione di interessi di tipo societario» anche nella s.p.a. (e v. G. FERRI, *Le società*³, nel *Trattato Vassalli*, X, 3, Torino, Utet, 1987, 566 s.).

² È l'ipotesi della cessione dell'intera azienda o di un ramo significativo della stessa con conseguente distribuzione ai soci delle disponibilità liquide ricavate dalla alienazione.

³ È l'ipotesi del trasferimento a terzi del pacchetto azionario rappresentativo dell'intero capitale sociale o dell'ammissione a quotazione delle azioni in sede di IPO. Quella del trasferimento congiunto a terzi dell'intera partecipazione attraverso la previsione di clausole di trascinarsi appare emergere come la soluzione più coltivata nella prassi domestica del *venture capital* (G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257, 272 s.). Nell'esperienza statunitense – che costituisce un punto di riferimento a livello internazionale – la nozione di «eventi di liquidità» include, per contro, normalmente anche la fusione in quanto operazione suscettibile di dare luogo a una monetizzazione delle azioni o quote detenute dai soci della società incorporanda (c.d. “*cash merger*”). Pertanto la *cash merger*, pur determinando l'effetto tipico della fusione nella prospettiva delle società partecipanti (vale a dire, l'estinzione della incorporata e la successione a titolo universale dell'incorporante nei rapporti attivi e passivi facenti capo alla prima), è equiparabile, nella prospettiva degli azionisti della incorporanda, a una vendita dell'intera azienda (e v. già R.C. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, Little-Brown and Company, 1986, 435: «the cash merger is clearly a sale»). Più dubbio è se questo stesso esito (fusione come evento di liquidità) sia prefigurabile nell'ordinamento italiano. La disciplina domestica della fusione contem-

In secondo luogo, l'esito dell'attribuzione al socio *venture capitalist* di una posizione preferenziale può essere raggiunto sia riconoscendogli, appunto, una preferenza "positiva", e cioè un privilegio patrimoniale nelle forme peculiari di cui si dirà fra breve, sia assegnando al socio fondatore/imprenditore partecipazioni connotate da una preferenza "negativa". È questo il caso delle c.d. "*growth shares*" le quali attribuiscono al possessore il diritto di partecipare alla distribuzione di utili e altri proventi sociali solo a partire dal momento in cui, e sempre che, il valore dell'impresa sia superiore a quello che essa aveva al momento dell'ingresso del fondo di *venture capital* nella compagine sociale. Si tratta, in sintesi, di un fascio di regole di subordinazione che operano con riguardo alla distribuzione degli utili, dell'avanzo di liquidazione e dei ricavi derivanti dalla alienazione a terzi del controllo della società⁴. Scopo di questa peculiare configurazione contrattuale è quello di allineare gli incentivi del *top management* alla posizione di interesse del socio finanziatore, secondo un meccanismo analogo ai sistemi di compensi degli amministratori esecutivi che subordinano la corresponsione della componente variabile della remunerazione al raggiungimento di determinati obiettivi finanziari, economici e reddituali.

2. Segue: la tipologia.

Nella prassi negoziale delle operazioni di *venture capital* le clausole recanti preferenze di liquidazione per il fondo possono essere raggruppate, con una forte (ma necessaria) dose di semplificazione, in due tipologie principali: le c.d. "*non-participating liquidation preferences*" e le c.d. "*participating liquidations prefer-*

pla, quale ipotesi di distribuzione "monetaria" ai soci dell'incorporanda, solo il «conguaglio in denaro» di cui all'art. 2501-ter, primo comma, n. 3), c.c., per finalità ben definite (gestire il problema dei resti che si formano a seguito della determinazione del concambio) ed entro il limite quantitativo identificato dal secondo comma dell'art. 2501-ter c.c. (= dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate in concambio). Tuttavia, questo limite può essere superato nell'ipotesi di fusione transfrontaliera qualora «la legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione o la legge applicabile alla società risultante dalla fusione consenta il conguaglio in denaro in misura superiore» alla predetta soglia del dieci per cento (così il terzo comma dell'art. 19 del d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, recante attuazione della direttiva UE 2019/2121 in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere). Tale previsione, sulla scia di quanto già riconosciuto dall'art. 116 della direttiva consolidata (UE) 2017/1132, aprirebbe alla possibilità di una monetizzazione, anche integrale, della partecipazione purché siano i soci a farne richiesta. Questo profilo "volontaristico" distinguerebbe la fusione transfrontaliera europea dalla *cash merger*, la quale permette invece all'incorporante di disinteressare in modo "forzoso" gli azionisti di minoranza della *target* attribuendo loro contanti anziché azioni: v. A. VICARI, *Conguagli, pagamenti e indennizzi ai soci nella fusione transfrontaliera ai sensi del d.lgs. 19/2023*, in *Riv. soc.*, 2023, 682, 693 s.

⁴ Cfr. T. KUNTZ, J. ENGELHARDT, *Negative Liquidationspräferenzen oder: Weniger ist mehr*, in *ZGR*, 2021, 348, 365 s. e 389.

ences”⁵. Nel primo caso (“*non-participating liquidation preferences*”) il privilegio patrimoniale del fondo si traduce nel diritto di ricevere, al verificarsi di un evento di liquidazione e in via preferenziale rispetto al socio fondatore (o, più in generale, rispetto agli altri soci non egualmente privilegiati), il *maggiore valore* tra l’importo originariamente investito (eventualmente aumentato di un multiplo o di un rendimento minimo, definito “*hurdle rate*” e il più delle volte compreso tra il 5% e il 12% dell’ammontare dell’investimento iniziale) e quanto il socio privilegiato riceverebbe nel caso di una distribuzione dei proventi proporzionale alla quota di partecipazione al capitale sociale detenuta dal fondo (c.d. “distribuzione *pari passu*”).

Una variante di tale conformazione consiste nel costruire il privilegio patrimoniale come diritto di ricevere un importo predefinito (sempre al verificarsi di eventi di riparto) ma con la facoltà del fondo di convertire la partecipazione privilegiata in una partecipazione “ordinaria”; una opzione, questa, che verrà esercitata dal fondo ogniqualvolta il ritorno sull’investimento conseguibile partecipando pro-quota (cioè in misura proporzionale e quindi subendo il concorso degli altri soci) al plusvalore generato dall’operazione alla base dell’evento di riparto sia superiore all’ammontare del proprio investimento originario (eventualmente aumentato di un multiplo)⁶.

È possibile però anche che il socio fondatore si protegga pretendendo una conversione «automatica» della quota privilegiata del fondo in una quota ordinaria al conseguimento di determinati obiettivi reddituali, al fine di prevenire comportamenti opportunistici del fondo⁷.

Nell’ipotesi di «*participating liquidations preferences*», per contro, il *venture capitalist* ha non solo il diritto di ricevere in via preferenziale l’intero importo investito (aumentato eventualmente di un multiplo o dell’*hurdle rate*) ma anche quello di concorrere pro-quota e *pari passu* con i soci ordinari al ricavo monetario dell’evento di liquidazione⁸. In altri termini, la liquidità derivante dall’evento viene destinata anzitutto al rimborso dell’investimento iniziale in favore del fon-

⁵ Per un esame delle clausole più ricorrenti nella prassi statutaria italiana, anche con riguardo alla definizione di «evento di liquidità» v. l’accurata indagine di A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227, 244 ss.

⁶ V. sul punto P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *European Business Organization Law review*, 2022, 787, 801, i quali osservano come il ricorso alla previsione di un diritto di conversione a favore del VC sia frequente nella prassi statunitense ove prevalgono preferenze liquidatorie non partecipative, mentre sia assai meno diffuso nella prassi italiana, che registra un ampio utilizzo di categorie di azioni munite di privilegi funzionalmente equivalenti alla convertibilità.

⁷ A. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, Cedam, 2010, 76 s.

⁸ J.M. FRIED, M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in 81 *N.Y.U. L. Rev.* 967 (2006), 982, testo e nt. 36.

do, incrementato nella misura convenuta dalle parti, mentre l'eccedenza viene ripartita tra tutti i soci, ivi incluso il *venture capitalist*. Anche questa configurazione richiede un bilanciamento di interessi e una protezione del socio imprenditore che si cautererà il più delle volte mediante la previsione di un limite quantitativo massimo ai proventi distribuibili al fondo⁹.

3. Segue: *gli obiettivi*.

Obiettivo negoziale delle *liquidation preferences* è quello di minimizzare i «costi di agenzia» del socio finanziatore, dipendenti sia dall'asimmetria informativa che affligge la decisione di investimento del *venture capitalist* (asimmetria particolarmente accentuata nel caso di start-up i cui redditi futuri sono di solito assai difficili da stimare prospetticamente in modo affidabile), sia dal rischio che, una volta effettuato l'investimento, il socio fondatore assuma comportamenti opportunistici finalizzati a estrarre benefici privati in danno del patrimonio sociale e quindi del valore della partecipazione detenuta dal *venture capitalist*¹⁰.

Il privilegio da "liquidazione" contribuisce a ridurre entrambe le tipologie di costi. Da un lato, esso offre una risposta al tradizionale problema della «selezione avversa» generato, appunto, dall'asimmetria informativa tra il "produttore" (nel caso in esame: il socio fondatore) e il "consumatore" (il fondo di *venture capital*) di un determinato bene (il valore della partecipazione sociale) in quanto consente al fondatore di segnalare al mercato "privato" dei capitali la serietà dell'iniziativa e il proprio convincimento che il valore della società sia superiore a quello delle preferenze di liquidazione accordate al VC¹¹. Emerge, sotto questo profilo, una marcata analogia con altre regole del diritto societario la cui osservanza, comportando un costo per gli *insiders* (soci di controllo e amministratori), è idonea a svolgere una *funzione segnaletica* nei confronti degli *outsiders*, i quali saranno indotti a finanziare il progetto imprenditoriale dei fondatori in misura tanto maggiore quanto più intenso è il vincolo che gli *insiders* si auto-impongono attraverso quelle regole¹². Dall'altro lato, l'introduzione di clausole aventi a og-

⁹ A. ZANONI, (nt. 7), 75.

¹⁰ R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in 55 *Stan. L. Rev.* 1067 (2003), 1076 ss. il quale sottolinea come tutti i contratti di investimento aspirino a risolvere essenzialmente tre problemi (incertezza, asimmetria informativa, opportunismo), ma come tali problemi si pongano in una forma particolarmente acuta nel caso del *venture capital* in ragione del fatto che l'investimento viene normalmente effettuato nella fase iniziale di vita di una start-up tecnologica.

¹¹ J.M. FRIED, M. GANOR, (nt. 8), 983.

¹² Si pensi, così, all'istituto del capitale nominale e alla sua funzione di vincolare la distribuzione di altrettante aliquote di valori dell'attivo; si pensi, ancora, alla adozione dei principi contabili inter-

getto *liquidation preferences* favorisce l'allineamento di interessi tra *venture capitalist* e fondatore in quanto contribuisce a mitigare il rischio di comportamenti strategici da parte del socio di controllo; quest'ultimo, infatti, sarà incentivato a massimizzare il valore dell'impresa al fine di assicurarsi la possibilità di un ritorno sull'investimento dopo aver soddisfatto il privilegio da liquidazione spettante al socio VC.

4. Segue: la specificità «funzionale».

Al pari di ogni clausola che alloca diritti “propriari” tra i soci, anche quella concernente le *liquidation preferences* determina un potenziale conflitto di interessi tra il socio beneficiario del privilegio e il socio “ordinario”. Se valutato nella cornice teorica dei rapporti di agenzia¹³, questo conflitto presenta, peraltro, alcune caratteristiche che ne rivelano la specificità. In primo luogo, si può osservare che la previsione di *liquidation preferences* aggiunge alla dimensione tradizionale del conflitto tra soci – indotto, sia in una società «chiusa» sia in una società «aperta»¹⁴, dalla differente allocazione dei diritti amministrativi – una nuova dimensio-

nazionali IAS/IFRS, la quale permette di ridurre l'asimmetria esistente tra amministratori e investitori, consentendo ai primi di segnalare più agevolmente ai secondi la qualità dell'impresa senza necessità di ricorrere alla leva dei dividendi. Su entrambi questi profili v. quanto si osservava in M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 1 ss. e, rispettivamente, in *Bilancio, principi IAS/IFRS e limiti alla distribuzione dell'attivo*, in *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2023, 93, 98 s.

¹³ I conflitti “tradizionali” per il diritto societario, ove ricostruiti nella logica dei costi di agenzia, sono rintracciabili, come ben noto, nel contesto dei rapporti tra maggioranza e minoranza, tra soci e amministratori e tra soci e *stakeholders* esterni (principalmente creditori sociali e dipendenti). In questa prospettiva, il diritto societario può essere pensato come un insieme di regole volte a prevenire comportamenti opportunistici dei titolari del potere decisionale (assembleare o gestorio) e a ridurre quindi il più possibile i costi di agenzia derivanti da tali conflitti: v. H. WIEDEMANN, *Auf der Suche nach den Strukturen der Aktiengesellschaft: The Anatomy of Corporate Law*, in *ZGR*, 2006, 240, 242.

¹⁴ Il confronto tra società VC-backed e società aperte, e segnatamente quotate, può risultare meno sorprendente di quanto sembri a prima vista se si considera che le *liquidation preferences* evocano, per molti versi, il privilegio patrimoniale accordato alle azioni di risparmio (almeno nella configurazione loro impressa dalla disciplina originaria della legge 216 del 1974, recepita anche dopo l'entrata in vigore dell'art. 145 t.u.f. dalla larga maggioranza degli statuti di società quotate emittenti questa particolare categoria di azioni, in termini di privilegio da corrispondere in sede di liquidazione e di diritto al cumulo dei dividendi). Come è noto, una delle principali debolezze ascritte alle azioni di risparmio risiede proprio nella mancanza del diritto di voto e nella conseguente esposizione al rischio di espropriazione di valore da parte dei soci ordinari. Anche al di là della figura delle azioni di risparmio la rilevanza del potenziale conflitto tra soci indotto dalla diversa assegnazione dei diritti amministrativi è evidenziata dal dibattito odierno sulle strutture di voto multiplo (azioni a voto plurimo, voto maggiorato, *dual-class shares*) il cui esito consiste proprio nell'ampliare il “cu-

ne derivante, questa volta, dalla diversa distribuzione dei diritti patrimoniali. Si tratta di un conflitto la cui rilevanza giuridica si percepisce, di solito, quando si è di fronte a un problema di determinazione del valore delle singole partecipazioni¹⁵; nel contesto delle società finanziate da fondi di VC, tuttavia, quel conflitto si proietta oltre il momento statico della valutazione economica per influenzare dinamicamente le scelte inerenti alla gestione dell'impresa.

La specificità del conflitto tra socio VC e socio imprenditore si coglie, in secondo luogo, sul piano della collocazione sistematica del problema sollevato dalla previsione di una *liquidation preference*. Nel dibattito interno, i limiti alla legittimità di privilegi patrimoniali in favore del VC sono tradizionalmente inquadrati in una prospettiva «funzionale» e cioè in termini di coerenza con principi fondanti del diritto societario quali la causa lucrativa e il divieto di patto leonino.

Questo modo di impostare il problema si giustifica, effettivamente, soprattutto nel caso delle “*participating liquidation preferences*” le quali, come ricordato in precedenza, attribuiscono al VC non solo il diritto di recuperare un importo fisso pari all'investimento inizialmente effettuato ma garantiscono in via aggiuntiva anche un ammontare variabile in ragione della consistenza del profitto realizzato a seguito del verificarsi di un evento di liquidità. Tuttavia, non mancano indicazioni che potrebbero attenuare la rilevanza di una tale prospettiva.

La prima considerazione da svolgere al riguardo è che sussiste una indubbia esigenza della prassi a preferire soluzioni interpretative favorevoli al riconoscimento di ampi spazi all'autonomia negoziale¹⁶. Dopo tutto, il mercato “privato” del VC costituisce un'alternativa al mercato “pubblico” del capitale di rischio¹⁷: se appare ragionevole una scelta legislativa che rafforzi i diritti «amministrativi» del socio fondatore di una start-up per incentivarne l'accesso al mercato regolamentato¹⁸, altrettanto ragionevoli risultano soluzioni interpretative che consolidi-

neo” tra potere e responsabilità in favore dei soci muniti di voto potenziato. Cfr., anche per una analisi comparatistica, J.E. FISCH, S.D. SOLOMON, *Dual Class Stock* (October 2023), ECGI – Law Working Paper No. 715/2023, reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4436331#, specie 8 ss.; S. KALSS, *Das Kommen, Gehen und Wiederkommen des Mehrstimmrechts*, in *ZHR* 187 (2023), 438 ss.

¹⁵ Si pensi alla individuazione del concambio in presenza di più categorie di azioni o del valore di rimborso di una categoria speciale di azioni nel caso in cui il socio abbia esercitato il diritto di recesso (e v., su questi aspetti, M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 72 ss.).

¹⁶ G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 258.

¹⁷ W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in 27 *J. Fin. Econ.* 473 (1990), 474.

¹⁸ È questo l'approccio ravvisabile, come noto, sia a livello europeo sia a livello domestico per accrescere la competitività del mercato azionario: si pensi, sotto il primo profilo, alla Proposta di direttiva del 7 dicembre 2022, n. COM(2022) 761 «sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI» (inclusa nel c.d. “Listing Act”) e, sotto il secondo profilo, all'introduzione delle

no la legittimità di clausole statutarie volte a potenziare i diritti «patrimoniali» del VC al fine di incentivarne l'investimento in una start-up. In altri termini, in una dimensione di politica del diritto, l'onere di giustificazione dovrebbe gravare su chi intende opporre il divieto di patto leonino o la causa societaria come vincoli inderogabili alla previsione di *liquidation preferences* rispetto a una posizione argomentativa che preferisca affidare invece alla libera negoziazione tra privati il compito di disciplinare eventuali conflitti di interessi ¹⁹.

Inoltre, su un piano più propriamente tecnico, si può osservare che il diritto di partecipazione del VC alla distribuzione del plusvalore nasce solo al verificarsi di un evento di liquidità; il diritto di preferenza non sorge, in altri termini, automaticamente (ad es., al decorso di un certo lasso di tempo) né può assimilarsi a una situazione giuridica potestativa analoga alle opzioni put a prezzo predeterminato che hanno formato oggetto di scrutinio in giurisprudenza in ordine al potenziale contrasto con l'art. 2265 c.c. ²⁰. La realizzazione dell'interesse patrimoniale del socio VC non dipende, infatti, da una sua iniziativa discrezionale (come nel caso dell'esercizio dell'opzione put), bensì assume come antecedente il compimento di una «operazione» secondo le regole di competenza proprie del diritto societario. D'altro canto, al momento dell'ingresso del fondo di VC nel capitale sociale della start-up non vi è alcuna garanzia in ordine all'importo conseguibile dal fondo all'esito di un evento di liquidità futuro e incerto: questo rende difficile ravvisare nella preferenza di liquidità una ipotesi di esclu-

azioni a voto plurimo nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 91 del 2014, che ha modificato il quarto comma dell'art. 2351 c.c., consentendo la previsione di azioni provviste di un massimo di tre voti ciascuna, e all'innalzamento di tale numero sino a dieci voti per azione a seguito dell'intervento sul quarto comma dell'art. 2351 c.c. attuato dall'art. 13 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. «legge capitali»).

¹⁹ E v., sottolineando giustamente come il divieto di patto leonino aumenti «senza alcun beneficio, i costi di transazione delle parti», M.S. SPOLIDORO, *Un'introduzione non frettolosa alla società leonina*, al § 4 del dattiloscritto destinato alla pubblicazione in questa *Rivista* e che si è potuto consultare per la cortesia dell'Autore. Con riferimento alle clausole negoziali di allocazione differenziata del rischio di impresa tra socio finanziatore e socio imprenditore v. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353, 429 ss.

Al vertice, la sintesi, difficilmente superabile per chiarezza, del problema sotteso anche al dibattito sulla legittimità delle preferenze di liquidazione si rinviene in F. D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Oververo: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34, 38 («È bene che le parti siano lasciate libere di perseguire contrattualmente le loro reciproche convenienze, perché di queste nessuno può pretendere di essere miglior giudice dei diretti interessati. Questa libertà trova però un limite quando l'attività delle parti genera eternalità, ossia quando la convenienza dei contraenti è ottenuta a spese di altri soggetti»).

²⁰ Come noto, si registrano in giurisprudenza due orientamenti diversi: l'uno, più permissivo, che fa capo ai giudici di legittimità (cfr., da ultimo, Cass. civ., sez. I, 25 marzo 2024, n. 7934; Cass. civ., sez. I, 7 ottobre 2021, n. 27227; cui aderisce Trib. Genova, 22 giugno 2023, n. 1538); l'altro, più restrittivo, che fa capo alla giurisprudenza milanese (v. App. Milano, 13 febbraio 2020; Trib. Milano, 30 dicembre 2011).

sione del socio investitore da «ogni» partecipazione agli utili o alle perdite della start-up²¹.

Neppure è chiaro quale sia il comportamento pratico deviante dai principi di una «equilibrata» gestione societaria che l'applicazione del divieto di patto leonino dovrebbe prevenire²². Per un verso, si sostiene infatti che le *liquidation preferences* enfatizzerebbero l'interesse del socio VC a una gestione eccessivamente prudente dell'impresa orientando le sue aspettative verso strategie a basso rischio (e quindi a basso rendimento) o la ricerca di eventi di liquidità anche quando il valore di funzionamento dell'impresa (ossia il valore ricavabile continuandone l'esercizio) sia superiore al suo valore di liquidazione (ossia il valore ricavabile da una cessione del controllo a terzi o da uno scioglimento della società)²³. Per altro verso, questo assunto è contestato da chi sottolinea l'effetto – esattamente opposto – che tali clausole sono suscettibili di produrre sull'assetto di incentivi del socio imprenditore, il quale sarebbe indotto a perseguire strategie di gestione a più alto rischio, atteso che la previsione di una *liquidation preference* finisce con l'accollargli il costo del cattivo andamento dell'impresa²⁴.

5. Segue: la specificità «organizzativa».

Un diverso modo di impostare il problema dell'inquadramento giuridico delle *liquidation preferences* consiste nell'adottare una prospettiva non più funzionale

²¹ E v. infatti P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, (nt. 6), 809. Per una valutazione più restrittiva v. invece C.A. NIGRO, L. ENRIQUES, *Venture Capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 2021, 172 ss.

²² È, infatti, assunto pacifico in giurisprudenza (e v. Cass civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498, § III.2) che l'art. 2265 c.c. intenda proteggere «il generale interesse alla corretta amministrazione delle società», da intendersi tanto come esigenza di evitare che il socio si disinteressi delle sorti dell'impresa (perché escluso da ogni partecipazione agli utili), quanto come esigenza di evitare che il socio sia incline a compiere (o a nominare amministratori che compiano) operazioni avventate (nel caso di esclusione da ogni perdita).

²³ J.M. FRIED, M. GANOR, (nt. 8), 995.

²⁴ Cfr. B.J. BROUGHMAN, M.T. WANSLEY, *Risk-seeking Governance*, in 76 *Vand. L. Rev.* 1299 (2023), 1305, i quali, dopo aver paragonato la *liquidation preference* a una «stock option» che remunera il socio imprenditore, il quale coltivi strategie rischiose, propongono di spiegare la natura degli accordi contrattuali tra VC e fondatore sostituendo al modello del monitoraggio (c.d. “*monitoring model*”), secondo cui il VC ha interesse essenzialmente a “vigilare” sulle scelte gestorie del fondatore, un modello di «sopportazione del rischio» (c.d. “*risk-bearing model*”), secondo cui il socio VC ha interesse a incoraggiare il fondatore ad assumere rischi, essendo in grado di mitigarne l'impatto mediante lo strumento della diversificazione (sulla rilevanza di questo aspetto v. oltre nel testo). Cfr. anche W.A. SAHLMAN, (nt. 17), 510 s. (notando che il privilegio da liquidazione garantisce al VC un ritorno finanziario sull'investimento più che proporzionale soprattutto quando il valore di liquidazione dell'impresa è esiguo).

ma «organizzativa», guardando cioè alla posizione fiduciaria degli amministratori come soggetti obbligati a massimizzare il valore del patrimonio sociale nell'interesse comune dei soci. Questo filone di pensiero è diffuso negli Stati Uniti, anche grazie a un consolidato orientamento giurisprudenziale che tende ad assimilare la posizione del fondo di VC a quella di un quasi-creditore della società²⁵ e a ricostruire i doveri fiduciari degli amministratori come rivolti soltanto ai possessori di azioni ordinarie, cioè della classe di soggetti che ha espresso la maggioranza consiliare (c.d. «contingent-control approach»)²⁶. In un sistema come quello domestico (e, più in generale, nei principali ordinamenti dell'Europa continentale) gli amministratori sono invece chiamati a massimizzare il *valore aggregato* delle azioni (ordinarie e privilegiate), indipendentemente dalla “provenienza” della nomina; essi sono tenuti, dunque, a ponderare i diversi interessi dei soci ordinari e dei soci privilegiati e a resistere sia a comportamenti opportunistici del socio fondatore sia a comportamenti opportunistici del socio VC²⁷.

Ciò non esclude tuttavia (ma, al contrario, enfatizza) la necessità di individuare un criterio di soluzione del «conflitto» che si manifesta tra l'interesse dei soci ordinari e l'interesse dei fondi di VC ogniqualvolta si tratti di decidere se attuare una operazione (di competenza assembleare o consiliare) idonea a integrare un evento di liquidità (realizzando così l'interesse del socio investitore) oppure proseguire nell'esercizio dell'impresa su base *stand-alone* (realizzando così l'interesse del socio imprenditore).

La difficoltà di rintracciare un criterio affidabile al riguardo è accentuata dalla peculiare posizione nella quale si trova il fondo di VC, il cui interesse non si orienta alla massimizzazione del valore della singola partecipazione bensì al disinvestimento entro un orizzonte temporale definito per reinvestire il ricavato in altre imprese che presentino prospettive reddituali più favorevoli. In altri termini, il socio VC avrà *sistematicamente* interesse a uscire dalla compagine sociale (o comunque a fruire della distribuzione “liquidatoria”) in tutte le ipotesi in cui il va-

²⁵ L'accostamento della posizione del *venture capitalist* a quella di un quasi-creditore diviene peraltro particolarmente plausibile quando lo statuto preveda in suo favore una preferenza “non partecipativa” (e cioè il diritto a “recuperare quanto versato a titolo di sottoscrizione/acquisto” delle azioni o della quota), senza facoltà di conversione o importi addizionali: cfr. A. ZANONI, (nt. 7), 74, nt. 131 (osservando come, in questa ipotesi, «il ritorno del *venture capitalist* sarebbe assimilabile a quello tipicamente atteso da uno strumento di debito»).

²⁶ *In re Trados Inc. S' holder Litig.*, 73 A.3d 17, 21 ss. (Del. Ch. 2013); *In re Good Technology Corp. S'holder Litig.* N. 11580, 2017 WL 2537347 (Del. Ch. 12 maggio 2017). Per un commento alla decisione *Trados* nella nostra dottrina v. Su tali regole v. il cenno in G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 268 ss.

²⁷ V., osservando in chiave comparatistica il frequente ricorso giurisprudenziale alle figure dei *fiduciary duties*, della *unfair oppression* e della *mitgliedschaftliche Treupflicht* soprattutto nelle società a base ristretta, H. FLEISCHER, *Vergleichende Corporate Governance in der geschlossenen Kapitalgesellschaft*, in *ZHR* 179 (2015), 404, 439.

lore di funzionamento dell'impresa²⁸ sia inferiore *non* al valore che verrebbe distribuito al fondo a seguito dell'evento di riparto quanto piuttosto al valore che il fondo potrebbe conseguire allocando le risorse derivanti dall'evento di liquidità su altre società del portafoglio che abbiano maggiori probabilità di crescita (c.d. "*opportunity-cost conflict*")²⁹.

La soluzione del conflitto «sistematico» appena evocato non può essere rintracciata nell'art. 2373 c.c., almeno se si esclude che l'interesse del fondo di VC all'evento di liquidità sia qualificabile come extra-sociale anche nell'ipotesi in cui l'evento si traduca nello scioglimento della società o nella alienazione dell'intera azienda: non esiste, infatti, un interesse della società alla propria sopravvivenza suscettibile di prevalere sull'interesse della maggioranza al disinvestimento patrimoniale³⁰.

La soluzione non sembra possa individuarsi neppure evocando clausole generali come l'abuso della regola di maggioranza, l'eccesso di potere o la violazione del principio di correttezza e buona fede in materia societaria. Da un lato, l'interesse del socio VC alla distribuzione dei proventi ricavabili con l'evento di riparto è meritevole di tutela al pari dell'interesse del socio fondatore alla percezione del flusso di reddito che verrebbe garantito dalla continuazione dell'impresa ed è comunque insuscettibile di una valutazione oggettiva censurabile in giudizio senza entrare nel merito della deliberazione³¹. Dall'altro, il sindacato di una deliberazione assembleare che sia adottata nella neutralità dell'interesse sociale (come la delibera di scioglimento o di fusione o di vendita dell'intera azienda con conseguente cambiamento dell'oggetto sociale) presuppone, secondo un costante indirizzo giurisprudenziale, la dimostrazione di un intento fraudolento della maggioranza volto «a provocare la lesione dei diritti di partecipazione e degli altri di-

²⁸ Il valore di funzionamento (o di continuazione) di un'impresa può descrittivamente identificarsi con il valore attuale dei flussi di cassa netti che il suo esercizio è idoneo a generare ipotizzando invariate le condizioni esterne di mercato.

²⁹ Cfr. A.B. CABLE, *Opportunity-Cost Conflicts in Corporate Law*, in 66 *Case Western Reserve L. Rev.*, 51 (2015), 52 ss. (identificando il costo opportunità di una certa decisione nell'alternativa di maggior valore alla quale si deve rinunciare per attuare quella decisione); e il cenno in P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 19), 380, nt. 109.

³⁰ Cfr., per tutte, Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387.

³¹ E v. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, nel *Trattato Colombo-Portale*, 3**, Torino, Utet, 1993, 181 ss. e già a 22, ove l'osservazione «che l'interesse allo scioglimento non può essere un interesse estraneo alla nozione di interesse sociale di cui all'art. 2373 c.c., poiché altrimenti la delibera di scioglimento sarebbe sempre presa in conflitto di interessi da parte di ogni socio (potenzialmente tutti) che abbia opportunità di investimento con rendimento atteso superiore a quello delle azioni sociali» (enfasi aggiunta). In senso analogo G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, (nt. 3), 276 s. Questa concezione «pluralistica» della nozione di interesse sociale ai sensi dell'art. 2373 c.c. è adottata anche in giurisprudenza: cfr., ad es., Trib. Bologna, 10 novembre 2023, in www.giurisprudenzadelleimprese.it (in materia di determinazione dei compensi dell'amministratore socio).

ritti patrimoniali» della minoranza³². Nel caso di specie, l'interesse al disinvestimento del socio VC non può qualificarsi come "intenzionalmente" diretto a ledere la posizione del socio imprenditore neppure qualora l'evento di riparto sia perseguito dal socio VC al "solo" scopo di reinvestire i proventi in migliori opportunità alternative e quindi neppure ove lo scioglimento della società determini una perdita di utilità per il socio imprenditore superiore al guadagno realizzato dal fondo di VC con la liquidazione e quindi una riduzione complessiva del "benessere aggregato" dei soci in quanto tali (ma non del fondo in quanto investitore diversificato)³³.

Lo scenario cambia radicalmente tuttavia se, distinguendo il piano della massimizzazione del valore dell'impresa da quello della sua distribuzione ai soci, si passi da un criterio "societario" a un criterio "concorsuale" di soluzione del conflitto. Nel contesto della riorganizzazione di un'impresa in crisi, infatti, vi è la possibilità per il giudice di risolvere il conflitto tra diverse classi di finanziatori quando ritenga che gli appartenenti alla classe dissenziente possano venire soddisfatti in misura non inferiore all'alternativa liquidatoria³⁴. Aderendo a questo canone di valutazione – che potrebbe giustificarsi soprattutto considerando come lo scenario più probabile di conflitto tra le preferenze del socio investitore e l'interesse del socio fondatore sia quello in cui si profili l'insuccesso dell'iniziativa e il valore residuo del patrimonio sociale non risulti capiente per rimborsare i conferimenti di tutti i soci³⁵ – la decisione di scartare l'opzione "liquidativa" in favore della prosecuzione dell'impresa

³² Cass. civ., sez. I, 14 febbraio 2024, n. 4034; Cass. civ., sez. I, 29 gennaio 2024, n. 2660; Trib. Milano, 31 gennaio 2022, n. 804.

³³ Il socio imprenditore soffrirà una perdita di utilità ogniquale volta il valore conseguibile con l'evento di riparto sia inferiore alla porzione di sua spettanza del valore di funzionamento (ossia, come osservato in precedenza, dell'ammontare attualizzato dei flussi monetari che la società avrebbe potuto distribuire ai soci qualora non fosse stata liquidata o ceduta a terzi).

³⁴ Il principio delle «alternative praticabili» (o dell'«assenza di pregiudizio») è infatti un criterio "distributivo" nella misura in cui seleziona la regola di allocazione del valore dell'impresa tra diverse classi di finanziatori; il criterio societario della «massimizzazione del valore delle azioni» prescinde, invece, da tale aspetto nel senso che una deliberazione/operazione dovrà considerarsi legittima anche quando sia fonte di una riduzione di utilità per la sfera individuale di alcuni investitori/finanziatori purché il vantaggio conseguito dagli altri investitori/finanziatori sia superiore a questa perdita di utilità. Sul principio di «assenza di pregiudizio» nel codice della crisi v. I. DONATI, *Crisi d'impresa e diritto di proprietà. Dalla responsabilità patrimoniale all'assenza di pregiudizio*, in *Riv. soc.*, 2020, 164, 185 ss. Va osservato peraltro che il principio in esame assume, nella versione definitiva del codice della crisi, configurazioni diverse in dipendenza del contesto nel quale viene evocato. Così mentre l'art. 61, secondo comma, lett. d), del codice (sugli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa) fa riferimento all'alternativa rappresentata dalla «liquidazione giudiziale», l'art. 80, terzo comma (in materia di omologazione del concordato minore) e l'art. 120-*quater*, terzo comma (in materia di omologazione del concordato con attribuzioni ai soci) si richiamano, più genericamente, all'«alternativa liquidatoria», laddove infine l'art. 245 del codice (in materia di omologazione del concordato nella liquidazione giudiziale) attribuisce rilievo al confronto con le «alternative concretamente praticabili».

³⁵ E v. P. GIUDICI, P. AGSTNER, A. CAPIZZI, (nt. 6), 806.

(eventualmente ristrutturata) dovrebbe considerarsi sempre legittima quando il valore di funzionamento dell'impresa sia superiore a quello conseguibile con l'evento di liquidazione, anche qualora ciò determini un elevato costo-opportunità per il fondo di VC che avrebbe beneficiato di una utilità superiore se avesse potuto reimpiegare il ricavato della distribuzione in altre attività³⁶.

6. Verso una nuova figura di conflitto tra soci?

Le riflessioni formulate inducono a una conclusione provvisoria ma forse utile come punto di partenza per indagini supplementari: il problema dell'allocazione dei «diritti patrimoniali» tra socio fondatore e socio VC costituisce il momento di emersione di *un nuovo costo di agenzia* che sembra caratterizzare non solo le società aperte ma, più in generale, qualsiasi iniziativa economica collettiva che veda la partecipazione di un investitore «diversificato» (tipicamente: un fondo comune di investimento, aperto o chiuso o comunque «specializzato»). Si tratta, infatti, di un conflitto la cui soluzione impone un delicato bilanciamento di interessi e, prima ancora, una scelta metodologica di vertice in ordine agli strumenti concettuali con i quali procedere al suo inquadramento (art. 2373 c.c., abuso di maggioranza, principio dell'«assenza di pregiudizio»).

Più in generale, la sensazione è che, in presenza di investitori diversificati, il diritto societario moderno sia chiamato a chiedersi se siano ancora attuali contrapposizioni “classiche” come quelle tra maggioranza e minoranza o tra possessori di diverse categorie di azioni o se sia piuttosto necessario andare oltre per elaborare criteri *autonomi* di valutazione normativa del conflitto che tengano conto della reale natura dei soggetti coinvolti: da un lato, soci che hanno effettuato un investimento *firm-specific* e che sono, pertanto, portatori di un interesse alla redditività e al valore di una *singola* partecipazione³⁷; dall'altro, soci «diversificati» i quali, proprio in quanto agenti in una logica di portafoglio, risultano invece portatori di un interesse alla redditività e al valore di un *insieme di partecipazioni*³⁸.

³⁶ Del resto, non è solo il fondo di VC a sopportare un costo-opportunità nel caso di prosecuzione dell'impresa. Anche il socio fondatore si trova a sopportare un significativo costo-opportunità tutte le volte in cui la società sia disciolta o il suo controllo trasferito a terzi, atteso il carattere infungibile dell'investimento in capitale umano che egli ha effettuato nella “propria” impresa e che difficilmente potrà riallocare in altre iniziative [cfr. A.B. CABLE, (nt. 29), 87].

³⁷ Per usare la fraseologia dell'art. 2497, primo comma, c.c. che non a caso si muove in una logica atomistica (nel senso che l'interesse del gruppo non può legittimare il sacrificio dell'interesse dell'investitore nella singola società eterodiretta).

³⁸ Per alcune considerazioni su tale problema sia consentito il rinvio a M. MAUGERI, Proxy advisors, esercizio del voto e doveri «fiduciari» del gestore, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione del risparmio*, a cura di R. D'APICE, Bologna, Il Mulino, 2016, 667, 670; ID., *Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”*, in questa *Rivista*, 2023, 836, 840 s. e 845 ss.

“Roulette russa” ed equa valorizzazione: tra sociale, parasociale, equivoci e preconcetti

“Russian roulette” clause and fair value

Nicola de Luca *

ABSTRACT:

L’articolo si sofferma sul problema, sollevato da un noto caso giudiziario e negativamente risolto dalla Cassazione, della necessità che una clausola di *roulette* russa, contenuta in un patto parasociale, vincoli colui che formula il prezzo, rimettendo all’altra parte di decidere se acquistare le altrui partecipazioni o vendere le proprie, a determinarlo in misura almeno pari ad una certa soglia, corrispondente al valore patrimoniale delle partecipazioni, aumentato in ragione delle prospettive reddituali e dell’eventuale valore di mercato. L’a. argomenta la soluzione negativa, partendo da argomenti fondati dal diritto comune dei privati e quindi confortando la medesima soluzione alla luce del diritto societario, giungendo alla conclusione che l’equa valorizzazione delle partecipazioni non è richiesta neppure quando le clausole di *roulette* russa sono collocate nello statuto della società.

The article focuses on the problem, raised by a well-known judicial case and negatively resolved by the Court of Cassation, of the need for a Russian roulette clause, contained in a shareholders’ agreement, to bind the person who formulates the price, leaving it up to the other party to decide whether to purchase the other member’s shareholdings or to sell one’s own, to determine it to an extent at least equal to a certain threshold, corresponding to the asset value of the shareholdings, increased based on the income prospects and any market value. The A. stands for the negative solution, starting from arguments based on the common law of private individuals and then supporting the same solution in the light of company law, reaching the conclusion that an offer equal to the fair value of shareholdings is not required even when the Russian roulette clause is placed in the articles of association of the company.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università della Campania Luigi Vanvitelli; e-mail: nicola.deluca@unicampania.it. Lo scritto costituisce rielaborazione, con l’aggiunta di essenziali note di riferimenti, della relazione al convegno su *Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei 20 anni dalla Riforma del diritto societario*, tenuto alla Sapienza Università di Roma, Facoltà di Giurisprudenza, il 1° dicembre 2023. È dedicato, ancora una volta, a Mario Bussoletti.

SOMMARIO:

1. La *roulette* russa come soluzione privatistica. – 2. *Segue*. Beni indivisibili, beni funzionalmente collegati, partecipazioni sociali. – 3. La *roulette* russa tra sociale e parasociale: equivoci e preconcetti. – 4. Quale tutela per il caso di abuso di una clausola di *roulette* russa?

1. La *roulette* russa come soluzione privatistica.

Il nostro codice civile [ad es., artt. 560, 720, 846 (abrogato), 1111, 1112, 1114] si occupa della divisione di beni indivisibili o non comodamente divisibili, assegnando prevalenza alla richiesta di assegnazione in natura di taluno dei conviventi e assicurando agli altri il diritto di ottenere una compensazione in danaro. La richiesta di assegnazione in natura prevale sulla vendita all'incanto a terzi. Il codice così chiarisce che l'obiettivo della divisione – e quindi l'interesse dei conviventi che l'ordinamento protegge – non è la massimizzazione del valore attraverso la vendita al migliore offerente, ma la realizzazione di un interesse anche affettivo, idiosincratico, dei conviventi. Non potendosi tale interesse soddisfare in capo a tutti e ciascuno, ne deve prevalere uno: il Giudice ha ampia discrezionalità nei criteri di scelta, ma di solito dovrà far prevalere il convivente (o i conviventi riuniti) con la quota maggiore. Al contrario, come ha confermato Cass. civ., sez. VI, 20 marzo 2019, n. 7869, non può essere preferito il convivente che offra di più degli altri (dunque, agli altri): e ciò proprio perché l'interesse che l'ordinamento protegge non è quello di massimizzare il ricavato dalla vendita. Se così non fosse, si dovrebbe sempre procedere con la vendita all'incanto.

La medesima pronuncia della Suprema Corte ha tuttavia utilmente sottolineato come il fatto che non possa essere assegnata preferenza al migliore offerente dipende dagli interessi che la legge intende tutelare in assenza di un accordo. La legge, tuttavia, non vieta che i conviventi possano stipulare tra loro un accordo per assegnare prevalenza al migliore offerente, e cioè istituire un'asta. Di qui si pone l'interrogativo se, anziché un'asta al migliore offerente, le parti – soprattutto se solo due – possano anche stipulare un patto del tipo della *roulette* russa, assegnando a una di esse, in particolare, o a quella che decida per prima di agire, il potere di fissare il prezzo, rimettendo all'altra parte il potere di scegliere se acquistare (la quota altrui del bene indiviso) o vendere (la propria).

La soluzione positiva a questo quesito necessita di alcuni passaggi.

Anzitutto, occorre chiedersi e positivamente risolvere il dubbio se sia possibile assegnare ad una parte preindividuata di un rapporto giuridico (che si innesta su una situazione di fatto: la comunione) o a chi per primo agisca un potere tale da porre l'altra parte nella situazione di dovere compiere una scelta per non subire quella altrui. La soluzione è affermativa e non sembrano fruttuosi i tentativi di affermare che tale situazione crei una condizione meramente potestativa, come tale

invalida (art. 1355 c.c.)¹. In realtà, l'ordinamento conosce vari casi in cui una parte si assoggetta per patto a una scelta dell'altra, talvolta senza neppure riservarsi il diritto di scegliere a sua volta tra due opzioni: così è per le obbligazioni con facoltà alternativa (art. 1286 c.c.), per la vendita con riserva di gradimento (art. 1520 c.c.), per il contratto estimatorio (art. 1556); e si può aggiungere, per i contratti di finanziamento verso consumatori, rispetto al recesso anticipato, e così via. In altre parole, l'ordinamento consente che da un contratto liberamente concluso tra certe parti sorgano situazioni in capo a una di esse qualificabili nella categoria del diritto potestativo e, correlativamente, della soggezione.

In secondo luogo, occorre chiedersi e positivamente risolvere il dubbio se tra i diritti potestativi che possono essere assegnati a una parte vi sia anche quello di determinare il prezzo di un *diverso contratto*, alla cui conclusione le parti si assoggettano. Ancora una volta la soluzione pare potere essere affermativa², sul rilievo che le parti possono rimettere la determinazione del prezzo di una vendita cui abbiano consentito a un arbitratore e, secondo le indicazioni della più recente letteratura³, questi può essere anche una delle parti. Su questo approdo si innesta un ulteriore dubbio: se le parti possano deferire l'arbitraggio a una di esse anche con mero arbitrio, come prevede l'art. 1349 c.c., o se sia indefettibile che la stessa si pronunci con equo apprezzamento, cioè sulla base di criteri obiettivi. A prescindere dalla soluzione che debba darsi sull'ammissibilità di un arbitraggio di una parte con mero arbitrio⁴, la soluzione al quesito specifico sulla validità del patto di *roulette* russa sembra comunque affermativa: e, infatti, la possibilità di scelta tra acquisto e vendita da parte di chi riceve la formulazione del prezzo fa sì che quest'ultimo si possa sottrarre alle conseguenze che potrebbero discendere da un prezzo arbitrario, esagerato o vile, unilateralmente imposto⁵. Possibilità che, di

¹ Da ultimo, coltiva questa prospettiva, G. COTILLO, *Russian roulette clause e arbitraggio della parte: profili di validità e suo (lecito) esercizio*, in *Contr. impr.*, 2023, 309, ivi a 312 ss.

² Mentre, per le ragioni esposte nel testo, non possono essere condivisi gli opposti argomenti svolti da G. COTILLO, (nt. 1), 313 ss.

³ E v. F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, Jovene, 1996, 189 ss.; A. BARENGHI, *Note sull'arbitramento della parte*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, Milano, Giuffrè, 1998, 71 ss.; Id., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, Jovene, 2005, 152. Nella trattatistica v., inoltre, F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, I, Padova, Cedam, 2009, 237; E. GABRIELLI, *I contratti in generale*, I, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO, Torino, Utet, 2004, 864; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, Giuffrè, 2000, 338; R. SACCO, *Il contenuto (l'autonomia)*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, 10, *Obbligazioni e contratti*, II, Torino, Utet, 2002, 420 s.; R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Roma-Bologna, Zanichelli-II Foro italiano, 1970, 362; P. GRECO, G. COTTINO, *Della vendita*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. SACCO, Torino, Utet, 2006, 296.

⁴ La dottrina citata alla nota precedente propende per la soluzione secondo cui l'arbitraggio della parte deve essere vincolato a criteri obiettivi di determinazione che restringano l'arbitrio del contraente nel cui interesse la clausola è posta (in questi termini, ad es., F. MACARIO, (nt. 3), 190).

⁵ Per questa ragione, non colgono nel segno le osservazioni di G. COTILLO, (nt. 1), 318 ss.

norma, non spetta a chi si affida a un arbitraggio, sia esso con mero arbitrio o con equo apprezzamento. Con la conseguenza che non solo, di regola, il prezzo dovrà essere formulato con equo apprezzamento, affinché chi lo propone non ne abbia nocumento, ma può senz'altro affermarsi che se il prezzo formulato da una delle parti non rispondesse a equo apprezzamento, perché esagerato o vile, l'altra parte potrebbe approfittarne, acquistando o vendendo⁶. Va da sé che la parte pregiudicata dalla condizione di prezzo iniqua non potrebbe dolersene, essendo la causa stessa del danno che lamenta.

In terzo luogo, qualora, in casi estremi, una parte non potesse approfittare della formulazione di un prezzo esagerato o vile, la stessa non sarebbe priva di tutele, le quali tuttavia agirebbero non sulla validità del patto, ma solo sulla corretta esecuzione dello stesso, se del caso compromettendo la validità o efficacia della vendita che si realizza in forza del patto. Da una parte, infatti, non va dimenticato che è ben possibile contestare l'equo apprezzamento dell'arbitratore, se tale non sia, solo dimostrando che il contratto, una volta concluso, presenterebbe i connotati del contratto rescindibile per lesione (Cass. civ., sez. II, 30 dicembre 2004, n. 24183). Dall'altra parte, anche ammettendo che la determinazione del prezzo affidata ad una parte (preindividuata o non) darebbe corso a mero arbitrio, l'altra parte potrebbe avere tutela dimostrando la mala fede dell'arbitratore. Nell'uno e nell'altro caso, come è di tutta evidenza, la tutela della parte che si afferma pregiudicata non attiene alla validità della pattuizione che deferisce a una parte la formulazione del prezzo, ma alla corretta esecuzione della stessa: l'accoglimento della censura porta all'annullamento della vendita (per mala fede o per rescissione), ma la clausola resta in sé valida⁷.

2. Segue. Beni indivisibili, beni funzionalmente collegati, partecipazioni sociali.

Il ragionamento del paragrafo precedente conduce ad affermare che, se i due proprietari di un bene indivisibile – un dipinto, una statua, un gioiello – desiderano regolare *ex ante* come porre termine in futuro alla comunione, senza che il bene debba essere venduto all'incanto, possono convenire una clausola della *roulet-*

⁶ Celeberrimo al proposito il passaggio della sentenza *Valinote v. Ballis* (295 F.3d 666, 667, 7th Cir. 2000), nella cui motivazione il Giudice Easterbrook sottolinea come nella clausola di *roulette* russa, «the possibility that the person naming the price can be forced either to buy or to sell keeps the first mover honest».

⁷ I rimedi all'arbitraggio sono da ultimo riesaminati anche da G. COTILLO, (nt. 1), 335 ss. il quale, tuttavia, trascura che l'intervento del giudice, anche quando ammesso a prescindere dalla mala fede dell'arbitratore, presuppone situazioni di squilibrio notevole, non semplice discordia tra le parti sul prezzo da reputarsi equo.

te russa, attivabile al ricorrere di determinati eventi, tra cui il dissidio sull'uso tur-nario del bene, od oltre un certo termine, facendo sì che uno in particolare tra lo-ro, o chi per primo assuma l'iniziativa, formuli un prezzo al quale è interessato ad acquistare l'altrui quota di comproprietà ed è al contempo disponibile a vendere la propria. Tale dichiarazione imporrà all'altro comunista di accettare la proposta di vendita o di formulare a sua volta proposta di acquisto alle medesime condizioni sulla quota del proponente, alla quale quest'ultimo avrà già prestato consenso nel momento in cui si è avvalso della facoltà attribuita dal patto. Il prezzo offerto non dovrà essere in alcun modo correlato a un valore oggettivo del bene, ma potrà te-nere conto di qualunque elemento soggettivo – affettivo, idiosincratico – che dà valore a quel bene, e cioè essere anche del tutto arbitrario. Ciò è perfettamente le-cito perché, tanto del maggiore quanto del minor prezzo, potrà approfittarne la parte a cui l'offerta è rivolta. E qualora, in casi eccezionali, detta parte non possa approfittare del prezzo reputato conveniente, o addirittura esagerato o vile, sussi-stendone i presupposti, potrà agire per l'accertamento che l'arbitraggio è stato fat-to in modo non corretto, in quanto conduce a un prezzo, tanto iniquo da legittima-re all'azione di rescissione, o è tale solo per la mala fede dell'arbitratore medesi-mo.

In nessun caso, potrà sostenersi che il prezzo deve corrispondere al valore obiettivo della cosa comune onde ottenere una riquantificazione giudiziale del prezzo (una sorta di *appraisal right*) o, il che è sostanzialmente lo stesso, un risar-cimento del danno pari alla differenza sperata (sul punto si tornerà in chiusura).

Se così è per il diritto dei privati in materia di beni unici indivisibili, è ragione-vole affermare che così debba essere anche per quei beni che non sono unici e in-divisibili, ma che acquistano un valore maggiore quando abbinati. Si pensi ai piani di un edificio destinato ad albergo di proprietà di diversi soggetti, ma destinati di comune accordo tra i proprietari a essere conformati per essere locati a un terzo al-bergatore, con separati seppur convergenti contratti. Alla scadenza dei contratti di locazione, qualora uno dei proprietari ritenesse di non volere più locare i propri beni al terzo albergatore, attuerebbe una scelta che si riverbera anche sull'altro proprietario. È tutt'altro che fantasioso, allora, immaginare un patto tra i due, volto a far sì che ciascuno di essi – in una situazione di dissidio sulla destinazione degli immobili – possa offrire di comprare l'altrui o vendere il proprio immobile, onde perseguire la strategia di impiego degli immobili ritenuta più profittevole. Anche in questo caso la fissazione del prezzo di acquisto o di vendita può essere libera-mente rimessa a chi offre, il quale ben sa di esporsi a dover vendere se offrirà un prezzo basso, e invece di avere maggiori *chances* di acquisto se offrirà un prezzo più alto. Il prezzo, qui, non è verosimilmente dettato da elementi soggettivi condi-zionati dall'affezione, ma prevalentemente da scelte di tipo economico: anche que-ste possono peraltro essere soggettive – lo sfruttamento di opportunità commercia-li, la maggiore disponibilità economica, e così via – e discendere da fattori che non sono parimenti rilevanti per chi intende acquistare o vendere.

Breve è il passo per giungere al tema delle partecipazioni sociali. Basta appunto immaginare che l'edificio destinato ad albergo sia complessivamente conferito a una società posseduta pariteticamente dai due soci, i quali potranno quindi stipulare il patto di *roulette* russa per riunire nelle mani di uno dei due l'intera partecipazione nella società immobiliare e così, attraverso la nomina degli amministratori, determinarne la strategia reputata migliore. È esattamente a questo punto che si innesta il dubbio se l'inserimento del patto a livello dei documenti costitutivi della società, atto costitutivo e statuto, muti e in che misura la regola di validità e le condizioni di esercizio di un patto che, viceversa, a livello parasociale è pacificamente retto dalle stesse regole di diritto privato che valgono per i beni unici indivisibili o per quelli che assumono maggior valore se abbinati.

3. *La roulette russa tra sociale e parasociale: equivoci e preconcetti.*

Come è noto, in materia di azioni riscattabili, è prevista la regola di equa valorizzazione a vantaggio del socio costretto a cedere le proprie partecipazioni. Questa regola si trae dall'applicazione al riscatto delle disposizioni in materia di recesso, «in quanto compatibili» (art. 2437-sexies c.c.). Tra le regole richiamate vi è quella dell'art. 2437-ter c.c., la quale – in sostanza – afferma che il valore di recesso, e dunque il prezzo di riscatto, deve tenere conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Ragionamenti non dissimili possono farsi anche per le partecipazioni di s.r.l., a partire dalle regole sulla valorizzazione della quota in caso di esclusione (art. 2473-bis c.c.).

Si è posto il dubbio se la regola di equa valorizzazione non debba considerarsi inapplicabile nei casi in cui il soggetto le cui azioni sono oggetto del riscatto possa a esso sottrarsi esercitando a sua volta un diritto di acquisto. Quest'ultimo problema è stato affrontato, e negativamente risolto, da parte del ceto notarile⁸ a proposito delle clausole di *drag-along* e, successivamente, a proposito delle clausole di *roulette* russa⁹: questione sulla quale però altra parte dei notai ha assunto posi-

⁸ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 88/2005, *Clausole statutarie disciplinanti il diritto e l'obbligo di "covenant" delle partecipazioni* (artt. 2355-bis e 2469 c.c.) (22 novembre 2005).

⁹ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 181/2019, *Clausola «anti-stallo» di riscatto o di acquisto forzato di partecipazioni sociali (c.d. clausola della «roulette russa» o clausola del «cow-boy»)* (artt. 2437-sexies, 2473-bis c.c.) (9 luglio 2019). Nello stesso senso, anche a titolo personale, G.A. RESCIO, *Stalli decisionali e roulette russa*, in *Patrimonio sociale e governo dell'impresa. Dialogo tra giurisprudenza, dottrina e prassi in ricordo di G.E. Colombo*, a cura di G.A. RESCIO, M. SPERANZIN, Torino, Giappichelli, 2020, 355, *ivi* a 377 ss. e M. NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, 383, *ivi* a 401 ss. Per una replica v., tuttavia, N. DE LUCA, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 863, *ivi* a 881, nt. 40.

zione diversa¹⁰. La giurisprudenza, dopo un primo tentennamento¹¹, ha confermato che non occorre applicare la regola di equa valorizzazione nel caso del *drag-along*¹², qualora all'oblato sia dato modo di liberarsi dalla soggezione alla vendita attraverso una prelazione a parità di condizioni: il che è scontato nella clausola della *roulette* russa che ha indefettibilmente tale struttura¹³.

Più precisamente, il Consiglio Notarile di Milano, mentre afferma la necessità dell'equa valorizzazione in caso di *drag-along*, senza distinguere tra clausole sociali e clausole parasociali (questione che, tuttavia, singolarmente non è stata posta per il riscatto convenzionale), l'ha invece differenziata in materia di clausole di *roulette* russa, reputando che l'equa valorizzazione si imponga solo per quelle statutarie. Di contro, il Consiglio Notarile di Firenze afferma l'inapplicabilità della regola di equa valorizzazione a qualunque livello.

Per quanto abbiamo visto finora, è sicuramente corretto escludere che le clau-

¹⁰ Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 73/2020, *La clausola "russian roulette": rilevanza organizzativa e autonomia statutaria*, secondo cui la clausola è valida a prescindere dal fatto che venga fissato un corrispettivo di liquidazione nei termini del valore di recesso di cui agli artt. 2437-ter e 2473 c.c., ma, altresì, è valida a prescindere dall'indicazione di qualsiasi criterio per la determinazione del prezzo.

¹¹ Trib. Milano, 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373.

¹² Lodo Arb., 29 luglio 2008 (Arb. Un. Mazzoni), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 493, con nota sostanzialmente adesiva di C.F. GIAMPAOLINO, *Clausola di co-vendita (dragalong) ed «equa» valorizzazione dell'azione*.

¹³ Lo conferma la giurisprudenza: Trib. Roma, 19 ottobre 2017, (tra l'altro) in *Giur. it.*, 2018, 1136, con nota di M. TABELLINI, *La clausola parasociale della roulette russa al vaglio della giurisprudenza*; e a App. Roma, 3 febbraio 2020, (tra l'altro in) *Foro it.*, 2020, I, 1383, con nota di A. CAPIZZI; Cass. civ., sez. I, 25 luglio 2023, n. 22375, in *Foro it.*, 2023, I, 3515, con ricche note di A. CAPIZZI, *Patti parasociali di russian roulette* e R. GRIMALDI, *La validità della russian roulette e il problema dell'equa valorizzazione: si può fare di più*. Su queste pronunce si annoverano molti commenti. Sulla sentenza di primo grado, v. R. ROSAPEPE, *La clausola c.d. russian roulette al vaglio della giurisprudenza*, in *ilSocietario.it*, 2017; P. DIVIZIA, *Patto parasociale di russian roulette*, in *Società*, 2018, 434; E. MAZZOLETTI, *Valida la russian roulette clause*, in *Notariato*, 2018, 301; A. BERNARDI, *La validità della clausola antistallo del tipo roulette russa*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 617; A. LETO, *La validità della clausola della roulette russa*, in *Riv. not.*, 2018, 86; nonché B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 861; in relazione alla sentenza di secondo grado, v. E. DORIA, *L'ammissibilità della clausola "russian roulette" ed il suo perimetro negoziale nuovamente al vaglio della giurisprudenza*, in *Società*, 2021, 144; C. PASQUARIELLO, *La clausola di roulette russa tra meritevolezza e validità*, in *Società*, 2021, 154; E. CICATELLI, *Partecipazioni paritetiche e stalli decisionali: atipicità e meritevolezza della russian roulette clause* e F. PERRECA, *La clausola di russian roulette e il superamento dello stallo decisionale (deadlock)*, entrambe in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 896, 939. Sebbene pubblicati come articoli, fanno ampio riferimento alle citate sentenze, anche F. CASELLI, A.F.F. SCIORTINO, *Clausola di roulette russa ed equa valorizzazione delle partecipazioni obbligatoriamente dismesse*, in *Contr.*, 2021, 311; G. COTILLO, (nt. 1), 309; C. LIMATOLA, *Clausole antistallo e tutela dell'azionista*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 88; S. MAZZAMUTO, *Clausola di roulette russa*, in *Clausole Negoziali. Profili teorici ed applicativi di clausole tipiche ed atipiche*, II, a cura di M. CONFORTINI, Torino, Utet, 2019, 1205.

sole di *roulette* russa convenute fuori dall'atto costitutivo siano soggette a equa valorizzazione. Ciò in quanto le stesse costituiscono espressione di autonomia privata, sul punto non limitata dall'ordinamento civilistico, se non nei casi di squilibrio tanto manifesto da dare corso a un contratto rescindibile. Ma anche per quanto attiene alle clausole statutarie, appare preferibile la posizione dei notai fiorentini, per una serie di ragioni.

È opportuno anzitutto ricordare che la ragione della collocazione statutaria di una clausola come quelle in discussione non è quella di attribuire loro un rilievo organizzativo che non avrebbero se estranee all'atto costitutivo, ma quella di conferire rilievo reale, cioè l'idoneità a essere opposte a chiunque aspiri a divenire socio, non solo a chi abbia direttamente concorso alla sua approvazione o introduzione. Nello stesso senso, infatti, rileva la collocazione statutaria o parasociale di clausole di intrasferibilità, di prelazione, o di gradimento, nelle quali si può pur riconoscere anche una, più o meno accentuata, valenza organizzativa. Pertanto, se la regola di equa valorizzazione si giustifica nel recesso e nel riscatto o nell'esclusione, quando è in gioco l'esistenza della partecipazione nei rapporti tra socio e società, e cioè perché l'esercizio di tali diritti ha rilievo organizzativo, la stessa non ha viceversa ragione di imporsi quando la clausola riguarda solo i rapporti tra soci o tra soci e terzi, e cioè la circolazione delle partecipazioni stesse. Il che potrebbe anche suggerire una certa lettura dell'art. 2437-*sexies* c.c., nel senso che le regole del recesso, e in specie quella di equa valorizzazione, si applicano solo quando a esercitare il riscatto è la società (al pari dell'esclusione), perché è ciò che determina la necessità di correlarle, in quanto compatibili, con la disciplina del recesso.

Non è ultroneo aggiungere, peraltro, che la tesi secondo cui la clausola statutaria di *roulette* russa sarebbe valida solo se il prezzo offerto dal socio sia almeno pari all'equa valorizzazione presenta tratti di contraddittorietà. Ed infatti, la stessa merita di essere esaminata anche alla luce delle indicazioni che il medesimo Consiglio Notarile di Milano ha dato in materia di clausole statutarie di prelazione impropria¹⁴. A tal riguardo, sostengono i notai milanesi che le clausole in parola siano senz'altro legittime, anche quando il prezzo al quale la prelazione può essere esercitata sia inferiore a quello offerto dal terzo. In questo caso, tuttavia, si ritiene che, ove mai il prezzo sia inferiore all'equa valorizzazione, la validità della clausola sia condizionata alla possibilità che al socio sia permesso di esercitare il recesso (il che esige *de plano* l'equa valorizzazione). L'indicazione che si trae da queste massime, allora, non è quella che occorre "subordinare" la formulazione del prezzo di esercizio della prelazione all'equa valorizzazione, né che occorre

¹⁴ Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 85/2005, *Limiti di efficacia della clausola di prelazione c.d. "impropria" negli statuti di s.p.a. (art. 2355-bis c.c.)* (15 novembre 2005) e Massima n. 86/2005, *Clausola di prelazione c.d. "impropria" negli atti costitutivi di s.r.l. (art. 2469 c.c.)* (15 novembre 2005).

“correggere” il prezzo offerto affinché l’esercizio della prelazione possa considerarsi valido ed efficace; la prelazione è comunque correttamente esercitata e vincola l’alienante, ma a quest’ultimo deve spettare un “rimedio” per sottrarsi alla soggezione, peraltro non necessariamente equivalente alla vendita al terzo (il terzo potrebbe ben avere offerto un prezzo superiore al valore di recesso), e cioè il recesso.

Ebbene, chi sostiene questa tesi in materia di prelazione impropria dovrebbe per coerenza applicarla con gli opportuni correttivi anche in materia di clausole statutarie di trascinamento o della *roulette* russa. Il che darebbe corso a massime ben diverse da quelle invece a esse dedicate. Si dovrebbe infatti ritenere che la validità delle clausole di trascinamento o di *roulette* russa è subordinata non già a che il terzo o il socio formuli un’offerta almeno pari all’equa valorizzazione (soluzione esclusa in materia di prelazione impropria), ma a che, in caso di offerta a essa inferiore, sia consentito al socio trascinato o a quello cui è rivolta l’offerta di acquisto di sottrarsi a essa recedendo. Il che altro non sarebbe se non una forma di liberazione dalla soggezione, utile là dove la clausola di trascinamento non sia abbinata alla prelazione, ma fondamentalmente inutile (e probabilmente dannosa nell’articolazione del meccanismo di formazione del prezzo), là dove al socio è permessa altra soluzione per liberarsi dalla soggezione: e cioè il potere di acquistare al prezzo inferiore all’equa valorizzazione, quindi per definizione economicamente vantaggioso, onde non dover vendere.

In definitiva, quanto osservato porta a concludere che la collocazione sociale o parasociale delle clausole di *roulette* russa non richiede alcun mutamento di prospettiva: l’equa valorizzazione non è necessaria né a livello parasociale, né a livello statutario, perché altra è la salvaguardia – eguale nell’uno e nell’altro caso – prevista a tutela dell’oblato. Non entrano in gioco interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci perché si tratta di clausole che attengono ai rapporti tra essi – anche se per ipotesi rispondenti a un astratto interesse della società a non dover essere liquidata (ove mai la società abbia un interesse alla propria sopravvivenza: interesse di cui fortemente si dubita) – la cui collocazione nell’atto costitutivo trova ragione nell’efficacia reale che tale collocamento consente, non nella volontà di conferire alle medesime un rilievo organizzativo che non avrebbero in un patto parasociale.

4. Quale tutela per il caso di abuso di una clausola di roulette russa?

L’approdo del precedente paragrafo impone di chiedersi quale tutela possa invocare colui che, pur posto di fronte a un’alternativa che consente una scelta vantaggiosa, non può approfittarne. Non può farlo perché l’altro socio, maliziosamente, ha approfittato di una situazione di fatto nella quale colui che avrebbe astrattamente una facoltà di scelta, non può esercitarla.

Proviamo a immaginare una circostanza del genere, che peraltro appare l'unica prospettiva coltivata da chi si schiera a favore della regola di equa valorizzazione. Supponiamo che il socio che formula il prezzo sia perfettamente consapevole che l'altro socio ha subito un incendio nella propria casa di abitazione, non assicurata, e non avendo risorse liquide disponibili, ha contratto un mutuo, per onorare il quale deve destinare una parte consistente del proprio reddito, per il resto necessario per mantenere la famiglia. Chi aziona il grilletto è quindi sicuro che, anche proponendo un prezzo vile, l'altro socio, oberato dal mutuo, e senza ulteriore merito di credito, e da spese esistenziali non evitabili, non sarà in grado di acquistare, ma dovrà vendere.

Per quanto l'esempio possa suggerire sentimenti di solidarietà¹⁵, non sembra potersi revocare in dubbio che anche in questo caso la clausola di *roulette* russa è e resta in sé valida. Si trae però l'ovvia conseguenza che si può abusare proprio di ciò che è lecito. L'abuso del diritto è un fatto giuridico rilevante, ma attrae altri rimedi. È riconosciuto pressoché unanimemente che, dimostrato l'*animus nocendi* quale movente unico o prevalente dell'esercizio del diritto, lo stesso può essere paralizzato con l'*exceptio doli*. È un rimedio, questo, che si connota per evitare un danno ingiusto, anziché ripararlo. Non è detto peraltro che tale rimedio possa essere esperito per tempo o che ne sussistano i presupposti. Non tutte le violazioni della buona fede, infatti, si connotano per l'*animus nocendi* di chi agisce. E poiché l'esercizio del diritto, nel caso delle clausole di *roulette* russa, ma non diversamente nelle clausole di trascinamento, conduce alla conclusione di un ulteriore contratto, l'acquisto o la vendita delle azioni, occorre comprendere come l'abuso – una volta dimostrato – si rifletta su tale diverso negozio. L'ordinamento appresta una tutela nei casi estremi, in cui l'abuso ha dato luogo a un negozio i cui termini sono talmente sbilanciati, da far sì che la controprestazione pecuniaria valga meno della metà di quella in natura (le azioni acquistate). In tal caso – e si badi, *solo in questo* – l'ordinamento interviene per indurre le parti a un riequilibrio economico. *Induce* le parti, ma *non impone* loro il riequilibrio: come noto, il contratto rescindibile per lesione è annullabile, ma chi ha approfittato dell'altrui bisogno o necessità può offrire la riconduzione a equità.

Questo rilievo porta a rifiutare la tesi secondo cui, dimostrata la violazione della correttezza e buona fede – viola la correttezza e la buona fede anche chi, pur non mosso da *animus nocendi*, dia però corso a un'azione che pregiudica altrui interessi, senza apprezzabile sacrificio dei propri – il socio costretto a vendere potrebbe pretendere un risarcimento del danno pari alla differenza tra il prezzo pagato, reputato vile, e quello “equo”: è evidente che l'equa valorizzazione, come non condiziona la validità del patto o quella della vendita, così non può attribuire una

¹⁵ Che alle volte, tuttavia, conducono a fare affermazioni palesemente contrastanti con gli accertamenti giudiziali: in questo senso, ad es., G. COTILLO, (nt. 1), 310 s., il quale pur dimostra di conoscere i dettagli del caso Fintecna.

pretesa ad un certo prezzo, in forma di risarcimento. Il risarcimento, infatti, non può attenersi ad altro che al danno conseguente alla pretesa, invero più morale che patrimoniale, alla considerazione di propri *interessi*¹⁶.

In definitiva, chi stipula un patto di *roulette* russa deve essere consapevole che l'altra parte potrebbe anche approfittarne e deve preoccuparsi, nel momento in cui ha la forza negoziale per conformare il contratto alla tutela dei propri interessi anche futuri, di disciplinare tale possibile scenario. Se non lo fa, non potrà pretendere che un giudice riscriva i termini del contratto che egli stesso non ha reputato di negoziare meglio (potere che il giudice non ha neppure di fronte ad un contratto rescindibile), ma solo chiedere di essere risarcito per la delusione dei propri interessi scorrettamente non considerati: per quel che valgono.

¹⁶ È la tesi che ho compiutamente esposto in N. DE LUCA, (nt. 9), 883 ss.

Tecniche di finanziamento mediante *venture capital* e divieto di patto leonino: il caso delle opzioni *put*

Put options in venture capital financing contracts

Marilena Filippelli *

ABSTRACT:

Nella giurisprudenza nazionale risulta incerta la validità delle opzioni *put* a prezzo definito, di frequente incluse nei contratti di finanziamento mediante *venture capital*, in quanto ritenute potenzialmente in contrasto con il divieto di patto leonino. Nel contributo si critica la tesi dominante, favorevole all'estensione a livello parasociale dei vincoli normativi fissati per il piano sociale, tra cui l'art. 2265 c.c., e si suggerisce l'inquadramento della questione della validità delle opzioni *put* nell'ambito dell'ordinaria disciplina contrattuale, considerando in particolare la meritevolezza di tutela giuridica del patto alla luce della sua causa in concreto.

In the national case law, it is quite uncertain if put options, frequently included in venture-capital financing contracts, are valid or not, because they supposedly infringe a mandatory provision included in company law (art. 2265 of Italian civil code). The approach pretending to extend to shareholder agreements the mandatory corporate law provisions can be criticized on several respects and overcome, in favor of an assessment based on the purpose and the effects of that contract.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Le ragioni della affermata invalidità delle opzioni *put* adottate nelle operazioni di *venture capital*: il contrasto con l'art. 2265 c.c. – 3. Critica alla tesi della nullità dell'opzione *put* per contrasto con norma imperativa societaria. – 4. Critica alla tesi della nullità dell'opzione *put* per elusione di norma imperativa societaria. – 5. Il giudizio di validità delle opzioni *put* alla luce della c.d. “causa in concreto” del contratto.

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

Il contributo sviluppa, con l'aggiunta di note, la relazione svolta al convegno “*Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei 20 anni dalla Riforma del diritto societario*”, tenutosi presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università La Sapienza il 1° dicembre 2023.

1. Introduzione.

Il tema della validità delle clausole parasociali adottate nelle operazioni di *venture capital* e potenzialmente interferenti con il divieto di patto leonino si è posto a livello giurisprudenziale, ed è stato poi approfondito sul piano dottrinale, specialmente con riguardo ad opzioni c.d. “*put*” che prevedano un diritto di vendita delle partecipazioni a un prezzo predefinito – normalmente il prezzo di acquisto, maggiorato di un tasso di interesse.

L’aspetto problematico di tali pattuizioni si collega, in realtà, alla costruzione complessiva dell’operazione economica, e in particolare al fatto che: *i*) l’operatore di *venture capital*, partecipando al capitale dell’impresa, è titolare delle prerogative proprie del socio, tra cui l’esercizio del diritto di voto; *ii*) in ragione di specifici patti parasociali, egli è spesso in grado di esprimere una rappresentanza nel consiglio di amministrazione, quindi di influenzare la gestione dell’impresa; e *iii*) tuttavia, sempre in virtù di un patto parasociale stipulato con l’imprenditore/founder dell’impresa, è di fatto reso immune dalle eventuali perdite realizzate dall’impresa tra il momento dell’ingresso a quello dell’*exit*, perché, nella peggiore delle ipotesi – ossia ove non dovessero emergere più convenienti possibilità di disinvestimento (tra cui, per es., la possibilità di *Ipo*) –, egli avrà diritto di vendere le partecipazioni al prezzo predefinito, e cioè sostanzialmente al rimborso di quanto versato, maggiorato di un tasso di interesse¹.

Da qui, il sospetto di possibile contrasto di tali clausole con il divieto di patto leonino e, quindi, di possibile invalidità dell’opzione *put*.

La tesi che vorrei sostenere, in questa sede, è che l’art. 2265 c.c. non costituisce di per sé un limite di validità delle opzioni parasociali “*put*” a prezzo predefinito, ma che per tali clausole il giudizio di validità debba essere formulato caso per caso, alla luce del concreto atteggiarsi del patto, del contesto societario nel quale questo si inserisce, degli obiettivi che persegue e degli effetti cui può dar luogo; il giudizio di validità è ancorato, cioè, a una valutazione di meritevolezza della tutela giuridica in considerazione della c.d. “causa in concreto” del contratto.

2. Le ragioni della affermata invalidità delle opzioni *put* adottate nelle operazioni di *venture capital*: il contrasto con l’art. 2265 c.c.

Nella giurisprudenza in materia, la nullità dei patti sopra descritti è ricondotta, come si diceva, al possibile contrasto con il divieto di patto leonino, ossia al

¹ V. sul punto, A. CAPIZZI, P. AGSTNER, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss.; e, con specifico riguardo alle opzioni *put*, v. R. FELICETTI, *Venture Capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, *ivi*, 2021, 305 ss.

contrasto con norma imperativa – e più nello specifico, con norma imperativa societaria.

Invero, la questione della nullità dei patti parasociali per sospetto contrasto con il divieto sancito dall'art. 2265 c.c. sembrava poter essere superata dalla netta presa di posizione da parte della Cassazione nelle ben note ordinanze del 2018², con le quali la Corte qualificava la previsione di divieto come funzionalmente rivolta a «preservare la purezza della *causa societatis*» – causa che vede, tra i suoi tratti distintivi essenziali, proprio la partecipazione del socio agli utili o alle perdite dell'impresa – e, per tale via, limitava l'operatività del divieto alle clausole sociali, escludendone l'applicazione ai patti parasociali, in quanto destinati ad operare su un piano diverso, ossia quello della relazione contrattuale tra singoli soci.

Tuttavia, gli effetti auspicati di limitazione dell'incertezza in ordine alla rilevanza, a livello parasociale, del divieto di patto leonino, come pure l'aspettativa di una contrazione della casistica in materia di validità delle clausole parasociali ad effetto “leonino”, non sembrano essersi pienamente realizzati. Resiste, infatti, un orientamento di merito, al momento forse minoritario, che continua a sottoporre tali clausole a un giudizio di validità basato sul contrasto con il divieto di patto leonino e a sostenere, con i percorsi argomentativi di cui si dirà, la nullità del patto per contrasto con l'art. 2265 c.c.³.

La riemersione del tema a livello giurisprudenziale impone di misurarsi nuovamente con la questione della validità di patti parasociali interferenti il divieto di patto leonino, e quindi con la possibilità di richiamare direttamente le norme imperative e i principi del diritto societario come criterio per sindacare la validità dei patti parasociali.

Le posizioni, sul tema, sono piuttosto eterogenee, con una prevalenza – sembrerebbe – della soluzione positiva.

La tesi, come è noto, si fonda a livello sistematico dall'idea di un “collegamento negoziale” tra contratto sociale e patto parasociale, in virtù del quale le norme imperative societarie estenderebbero la propria vincolatività anche al contratto parasociale, collegato⁴.

Nel caso in esame, in realtà, si richiede un passaggio argomentativo doppio: in primo luogo, occorre sostenere che la norma, dettata per le società di persone, ab-

² Cfr. le ordinanze gemelle Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498 e n. 17500, pubblicate, tra l'altro, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 81 ss.

³ V. Trib. Bologna, 22 luglio 2019, n. 1703, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, nonché Trib. Milano, 23 luglio 2020, n. 4628, e App. Milano, 13 marzo 2020, in *Società*, 2020, 1360 ss., con nt. critica (anche per via del contrasto con le precedenti pronunce di legittimità), di M.S. SPOLIDORO, *Opzioni put e patto leonino: le incertezze non sono (ancora) finite*; ma v. anche Trib. Milano, 8 maggio 2023, n. 3696 e Trib. Catanzaro, 18 luglio 2023 (entrambe disponibili in *onelegale*).

⁴ La prima elaborazione in tal senso si deve, com'è noto, a G. OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, Vallardi, 1942, spec. 112 ss.

bia rilevanza trans-tipica e trovi, quindi, applicazione anche alle società di capitali (aspetto sostanzialmente pacifico nella giurisprudenza la Cassazione⁵, ma non unanimemente accolto in dottrina⁶); e, in secondo luogo, che quella norma, trovando applicazione al contesto sociale, estenda la propria applicazione ai patti parasociali, in virtù del collegamento negoziale.

A conclusioni non diverse si giunge sostenendo che il patto parasociale contenente una opzione *put* a prezzo definito, ossia un patto che comporti la possibile esenzione del socio dalle perdite, sia nullo *ex art.* 1344 c.c., giacché volto ad eludere l'applicazione di norme (quale l'art. 2265 c.c.) che, in ragione del collegamento negoziale, vincolerebbero anche il piano parasociale⁷.

Il punto comune di caduta delle due prospettazioni è l'estensione, a livello parasociale, dei vincoli normativi che condizionano la validità dello statuto e degli atti sociali, e quindi la delimitazione dell'area di validità dei patti parasociali in sovrapposizione rispetto a ciò che è valido a livello sociale.

Tale impostazione è, a mio avviso, poco convincente, per le ragioni di seguito illustrate.

3. Critica alla tesi della nullità dell'opzione *put* per contrasto con norma imperativa societaria.

Diverse sono le ragioni che inducono a ritenere poco convincente la tesi che fa

⁵ Cfr. Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss., con nt. di A. CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*, che sembrerebbe far propria la concezione del divieto di patto leonino come elemento tipologicamente essenziale per la “causa” societaria, e non come norma adottata in funzione “antisopraffattoria” del socio: per una ricostruzione in chiave storico-comparatistica dell'evoluzione del divieto di patto leonino si rinvia all'approfondita analisi di N. ABRIANI, *Il divieto di patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, Giuffrè, 1994, 1 ss. e, in particolare, 28 ss. L'applicazione trans-tipica del divieto è ampiamente confermata nella giurisprudenza successiva: v. le ord. citate nella nt. 2 *supra*, nonché, tra le altre, Cass. civ., sez. II, 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697 ss., con nt. adesiva di N. FANTI, *Natura e portata del divieto di patto leonino*.

⁶ V. soprattutto M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1285 ss. e spec. 1298 ss., ove anche ulteriori riferimenti; nonché A. CAPIZZI, *Contro il divieto di patto leonino applicato alle società di capitali: per un giudizio in concreto sulle ipotesi di abuso*, in corso di pubblicazione su questa *Rivista*, che ho avuto modo di consultare in anteprima grazie alla cortesia dell'Autore.

⁷ Negli anni più recenti, la tesi è sostenuta soprattutto da E. MACRÌ, *Patti parasociali e attività sociale*, Torino, Giappichelli, 2007, 21 ss.; e, con specifico riferimento al patto leonino, da N. DE LUCA, *Il socio “leone”: il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 81 ss. A livello giurisprudenziale, la tesi è stata fatta propria, da ultimo, da Trib. Bologna, 22 luglio 2019, n. 1703, (nt. 3), proprio con riferimento a clausole ad effetto “leonino”: nell'argomentare l'applicazione del divieto anche al patto parasociale, i giudici richiamano la tesi del collegamento negoziale tra patto e contratto di società e concludono nel senso della nullità del patto parasociale in quanto *elusivo* del divieto di cui all'art. 2265 c.c.

discendere la nullità del patto parasociale dal mero riscontro del contrasto con una norma imperativa societaria.

In primo luogo, tale tesi appare non del tutto coerente con le caratteristiche proprie del contratto parasociale, per come risultanti dall'evoluzione della fattispecie e per come cristallizzate nella giurisprudenza di legittimità.

La validità di principio dei contratti parasociali è ancorata, come è noto, a un presupposto di neutralità giuridica del patto rispetto alla società, e quindi a un presupposto di netta separazione tra sociale e parasociale⁸: il patto parasociale istituisce una relazione personale tra soci, ha un'efficacia puramente *inter partes* e non è idoneo a produrre effetti giuridici nei confronti della società e dei terzi; non è opponibile a terzi, non incide sulla validità delle decisioni e degli atti sociali, né i contenuti del patto possono trovare attuazione coattiva mediante provvedimenti di esecuzione forzata diretta, con effetto corporativo⁹.

Il rapporto tra patti parasociali e attività sociale è retto, quindi, da un rigido principio di separazione (il c.d. *Trennungsprinzip* di tradizione tedesca); principio non solo ribadito nelle ordinanze della Cass. del 2018, ma anche individuato come cardine della decisione: giacché il divieto di patto leonino afferisce, secondo i giudici, alla “causa societaria”, l'applicazione dell'art. 2265 c.c. deve essere circoscritta alle clausole statutarie e agli atti sociali, ossia al contesto nel quale una clausola “leonina” può effettivamente essere in grado di alterare la struttura e la funzione del contratto sociale o di incidere sullo *status* di socio¹⁰.

Se la relazione tra piano sociale e piano parasociale è caratterizzata da fisiologica e necessaria separazione, sembra allora contraddittorio definire la validità dei patti parasociali sulla base di vincoli normativi che sono stati dettati, e sono destinati ad agire, su un piano diverso, che è quello sociale.

L'approccio ricostruttivo fondato sul richiamo alle norme imperative societarie, in altri termini, non convince proprio nel suo presupposto argomentativo cen-

⁸ V., a proposito dei patti di voto, rispetto ai quali il tema della validità di principio è stato, come noto, lungamente dibattuto: Cass. civ., sez. I, 20 settembre 1995, n. 9975, pubblicata tra l'altro, in *Giur. comm.*, 1997, II, 50 ss., con commenti di V. BUONOCORE, V. CALANDRA BUONAURA, F. CORSI, R. COSTI, A. GAMBINO, P.G. JEAGER.

⁹ L'orientamento è costante nella giurisprudenza di legittimità: v. *ex multis*, Cass. civ., sez. I, 21 novembre 2001, n. 14629, in *Società*, 2002, 1246, con nt. adesiva (su questo punto) di D. PROVERBIO, *Brevi note in tema di rapporto tra sociale e parasociale*, in *Società*, 2002, 1246 ss.; nonché Cass. civ., sez. I, 18 luglio 2007, n. 15963, e Cass. civ., sez. I, 5 marzo 2008, n. 5963, entrambe pubblicate in *Foro it.*, 2009, I, 2195; nonché Cass., sez. un., 26 novembre 2020, n. 26984, in *Dejure*, pronunciata nel contesto di una controversia incentrata primariamente sulla definizione di una questione di giurisdizione (se nazionale o estera), ma che traeva origine dell'inadempimento di patti parasociali stipulati a margine della costituzione di una società avente sede all'estero.

¹⁰ Cfr. le ord. gemelle Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498 e n. 17500, (nt. 2); principio ribadito più di recente nella sent. Cass. civ., sez. I, 25 luglio 2023, n. 22375, in *Foro it.*, 2023, I, 3515 ss., con nt. A. CAPIZZI.

trale, ossia nel tentativo di assimilazione di patti parasociali e patti sociali, che sono invece atti di autonomia privata sostanzialmente diversi per funzione, e proprio per questo differenziati sul piano della disciplina, per ciò che riguarda efficacia, ambito di validità, apparato rimediabile.

I patti sociali definiscono le regole di funzionamento e di struttura dell'ente societario, sono destinate ad operare nel tempo, anche quando si modifichi la compagine sociale; sono opponibili a terzi, vincolano i soci futuri, condizionano la validità degli atti sociali e, per questo, sono assistite da rimedi a carattere "reale", invalidatorio. In questo senso sono molto diversi dai patti parasociali che hanno sì per oggetto l'esercizio di un diritto sociale, ma operano come strumento di regolazione degli interessi dei soci e sono destinati ad esaurire i propri effetti nella relazione tra gli stipulanti ¹¹.

La tesi collegamento negoziale tra patto parasociale e contratto sociale non convince anche per gli esiti cui conduce.

Estendere ai patti parasociali i limiti di validità previsti per il piano sociale vuol dire definire un perimetro di validità dei patti piuttosto ristretto, specialmente se il tipo sociale di riferimento presenta, come nel caso della s.p.a., una disciplina rigida e tendenzialmente imperativa. Ciò finisce per limitare la funzionalità in concreto dei patti parasociali: se i limiti di validità sono gli stessi del piano sociale, il patto potrà operare come strumento di specificazione, o al più di integrazione della disciplina legale, ma non potrà derogare a questa, neppure con effetti circoscritti alle parti contraenti.

Questo per alcuni potrebbe essere un risultato auspicabile; si tratta, in fondo, di una posizione che riflette il tradizionale scetticismo intorno ai patti parasociali, specialmente se di voto ¹².

Tuttavia, per il piano sociale una limitazione dell'autonomia privata entro i limiti tracciati dalle norme imperative societarie può essere giustificabile, per preservare quelle caratteristiche di uniformità e tendenziale standardizzazione dei modelli, che sono a loro volta garanzia di certezza e stabilità nell'organizzazione di impresa e nelle relazioni con i terzi, facilitano delle decisioni di investimento, ecc. ¹³. Esigenze analoghe, invece, non si pongono per il piano parasociale, giac-

¹¹ La differenza è pacificamente accolta in dottrina: tra gli altri, v. C. ANGELICI, *Le società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di dir. civ. commerciale*, diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, Milano, Giuffrè, 2021, 240-243; G. SANTONI, *Patti parasociali*, Napoli, Jovene, 1985, 7-9; e, da ultimo, A. ABU AWWAD, *I patti parasociali nelle società chiuse*, Torino, Giappichelli, 2022, 20-22; sul piano comparatistico, v. per tutti, J.E. FISCH, *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, in 99 *Wash. L. Rev.*, 2021, 927 ss.

¹² Così osserva anche Y. GUYON, *Traité des contrats, Les sociétés. Aménagements statutaires et conventions entre associés*, Paris, L.G.D.J., 1993, 306.

¹³ Cfr., tra gli altri, K. GREENFIELD, *The End of Contractarianism? Behavioural Economics and the Law of Corporations*, in *The Oxford Handbook of Behavioural Economics and Law*, ed. by E. ZHAMIR, D. TEICHMAN, Oxford, OUP, 2014, 524 ss.

ché il patto è strutturalmente inidoneo ad alterare le regole formali (normativamente e statutariamente definite) di funzionamento e di struttura proprie della società interessata e ad interferire con la validità o i contenuti delle deliberazioni e degli atti sociali, o ancora ad estendere i propri effetti nei confronti di soggetti terzi¹⁴.

In questo senso, non sembrano ravvisarsi ragioni per escludere che un patto parasociale possa presentare contenuti che non risulterebbero ammissibili a livello statutario o di deliberazione assembleare. E ciò tanto più se si considera che anche patti di contenuto non conforme alla disciplina legale societaria possono essere fonte di significativi benefici, che si estendono oltre gli stipulanti e che, talora, non risultano conseguibili con strumenti diversi.

Il caso delle opzioni *put* a prezzo definito, adottate nelle operazioni di *venture capital*, ne offre un chiaro esempio: senza una adeguata disciplina dell'*exit* che assicuri almeno una copertura delle perdite, il *venture capitalist*, che opera secondo logiche cicliche di investimento e disinvestimento nelle imprese partecipate, non finanzierebbe quella iniziativa¹⁵; e senza l'intervento del *venture capitalist* l'iniziativa imprenditoriale per cui una certa società si è costituita probabilmente non potrebbe essere sviluppata¹⁶.

In questo senso, un'applicazione del divieto di patto leonino, che avvenga per trascinamento dal contesto sociale, si traduce in un limite alla possibilità di crescita dell'impresa e, in aggregato, allo sviluppo dinamico e concorrenziale dei mercati.

La valutazione fondata sul collegamento negoziale tra patto parasociale e contratto sociale non convince neppure sul piano della certezza del diritto.

Tale criterio offre apparentemente un parametro di valutazione certo; tuttavia, in punto di concreta applicazione, sembra prevalere una visione "temperata" del criterio, per cui si sostiene che non tutte le norme imperative societarie operano come vincoli di validità dei patti parasociali¹⁷. E, nell'individuazione in concreto di quali norme sociali si applichino ai patti parasociali e in quali circostanze, emerge un'evidente eterogeneità di posizioni e di giudizi – come d'altra parte di-

¹⁴ Nello stesso senso, v. A. TUCCI, *La meritevolezza dei patti parasociali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 22 ss. e spec. 29 ss.

¹⁵ V. P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in questa *Rivista*, 2020, 353 ss. e spec. 429 ss.

¹⁶ Cfr. 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., ove anche ulteriori riferimenti.

¹⁷ Così, tra gli altri, V. DONATIVI, *Patti parasociali*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. BUONOCORE, R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2022, 182 ss.; P.M. SANFILIPPO, *I patti parasociali per una riflessione sulle tecniche di controllo*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. DI CATALDO, V. MELI, R. PENNISI, I, Milano, Giuffrè, 2015, 609 ss.; G. RESCIO, *Le convenzioni di voto*, in *Tratt. Soc. per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, Torino, Utet, 1994, 599 ss.

mostra la stessa giurisprudenza in materia di opzioni *put* a prezzo definito, anche nel confronto con le pronunce relative ad altre clausole parasociali (si pensi alle clausole di c.d. *Russian roulette*) rispetto alle quali potrebbe emergere un problema analogo di contrasto con il divieto di patto leonino¹⁸.

Anche sul piano degli interessi in concreto tutelati, la tesi del collegamento negoziale porta ad esiti, a mio avviso, poco condivisibili.

L'adozione di posizioni restrittive in ordine alla validità dei patti parasociali esprime il timore che il patto, condizionando indirettamente, e in via di mero fatto, il funzionamento della società, possa ledere l'interesse sociale e gli interessi di soggetti terzi, estranei al patto, incluse le minoranze azionarie.

La stessa Cassazione, nelle ordinanze del 2018, esprime il timore che il socio-finanziatore, il quale ha negoziato per via parasociale una opzione *put* a prezzo definito, reso immune dalle perdite, sia disinteressato alle sorti della società e possa, perciò, esercitare i diritti sociali in modo lesivo della società stessa¹⁹.

Tuttavia, al di là dei condivisibili timori circa le possibili esternalità dei patti (specialmente quando associati a posizioni di controllo societario e, perciò, suscettibili di dar luogo ai ben noti fenomeni di estrazione di benefici privati da controllo, in danno delle minoranze²⁰), agire sul profilo della validità intrinseca del vincolo contrattuale, dichiarandolo nullo, appare, a mio avviso, poco o affatto funzionale rispetto all'obiettivo di protezione degli interessi esterni al patto. La dichiarazione di nullità non impedisce che un certo contenuto pattizio trovi comunque attuazione, ove sussista un interesse delle parti; e d'altra parte, che l'attuazione del patto possa del tutto prescindere dalla validità del vincolo assunto non è solo vero in astratto, ma è ampiamente dimostrato dalla stessa esperienza storica, maturata in Italia come in altri ordinamenti²¹.

Per contro, l'estensione del perimetro di nullità dei patti potrebbe portare a una iper-protezione del pattista inadempiente, il quale può sciogliersi dal vincolo con-

¹⁸ Cfr. i precedenti citati nella nt. 3; ma nel senso della validità si esprimono, invece, App. Bari, 10 febbraio 2022, n. 238 in *onelegale*; Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19078, pubblicata tra l'altro in *Giur. comm.*, 2019, II, 861 ss., con nt. di B. SCIANNACA, *Russian roulette clause*; cfr. da App. Roma, 3 febbraio 2000, in *Foro it.*, 2020, I, 1384-1404 e anche da Cass. civ., sez. I, 25 luglio 2023, n. 22375, (nt. 10).

¹⁹ Cfr. Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498 e n. 17500, (nt. 2).

²⁰ V. per tutti, A. DYCK, L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 64 *Jour. Finance*, 2004, 537; R.J. GILSON, J.N. GORDON, *Controlling controlling shareholders*, in 152 *U. Pa. L. Rev.*, 2004, 785; e, in senso critico rispetto all'aspettativa di un impatto comunque negativo derivante dalla presenza di azionisti di controllo, v. C.J. MILHAUPT, *The (geo)politics of controlling shareholders*, *EGCI Working papers* n. 696/2023, e, nello stesso senso, a L. COURTEAU, R. DI PIETRA, P. GIUDICI, A. MELIS, *The role and effects of controlling shareholders in corporate governance*, in 21 *Jour. Manag. Gov.*, 2016, 561 ss.

²¹ V. per tutti, B. VISENTINI, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, 2 ss.; e J. DOHM, *Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire*, Genève, Librairie de l'Université, 1971, spec. 15 ss.

trattuale, invocandone la nullità, senza esporsi alle conseguenze risarcitorie dell'inadempimento. E il fatto che la questione di nullità dei patti (incluse le opzioni *put* ad effetto "leonino") venga sollevata in controversie relative all'inadempimento, rafforza il dubbio che le tesi restrittive possano avere l'effetto paradossale di assecondare eventuali condotte opportunistiche dei soci.

Peraltro, in molti casi, la lesione di interessi esterni al patto presuppone un recepimento dei contenuti pattizi a livello sociale – come contenuto di una delibera assembleare o di atti gestori: si pensi a un patto tra soci di controllo che prevedesse la costante non-distribuzione degli utili, pure effettivamente conseguiti, in danno delle minoranze azionarie e, anche in questo caso, potenzialmente in contrasto con il divieto di patto leonino²².

In questo senso, la protezione di interessi esterni al patto sembra potersi meglio realizzare sfruttando altri meccanismi, di prevenzione e correzione delle eventuali disfunzioni derivanti dal patto parasociale (agendo quindi sul piano esterno): tra questi, per es., le regole sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci, la disciplina di invalidità delle delibere, l'abuso di maggioranza; ma nella stessa direzione operano le regole espressamente dettate, nella spa, in materia di patti parasociali: così, le regole sulla trasparenza, che sottopongono il patto al controllo esterno del mercato contribuendo verosimilmente a disincentivare la realizzazione di assetti che, per il loro concreto atteggiarsi, dovessero apparire idonei a danneggiare la società e le minoranze azionarie; così la disciplina della durata dei patti, che circoscrive l'incidenza del vincolo entro specifici limiti temporali e impone di valutarne periodicamente (alla scadenza) l'opportunità di rinnovo, oppure consente, per i contratti a tempo indeterminato, di sciogliere in ogni momento il vincolo, salvo l'onere del preavviso.

4. Critica alla tesi della nullità dell'opzione *put* per elusione di norma imperativa societaria.

Per ragioni analoghe a quelle prima esposte, appare poco convincente la tesi per cui le opzioni *put* a prezzo definito adottate nelle operazioni di *venture capital* sono da intendersi come nulle perché elusive del divieto di patto leonino, sancito in una norma imperativa societaria²³.

²² Cfr. Trib. Vicenza, 12 maggio 2020, in *Societario.it*, 2020, con nt. adesiva di V. SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, che annulla per abuso di maggioranza la delibera assembleare con cui si decideva di non distribuire gli utili, per accantonarli a riserva straordinaria, e allo stesso tempo si decideva di attribuire compensi aggiuntivi agli amministratori, espressione della maggioranza azionaria.

²³ La tesi è sostenuta, in particolare, da N. DE LUCA, (nt. 7), 81 ss.

In generale, il ricorso al criterio della frode alla legge per sostenere l'applicazione, a livello parasociale, di vincoli che valgono, al più per il piano sociale, non sembra particolarmente persuasivo e non sembra discostarsi, negli effetti, dalla tesi del collegamento negoziale. Se, infatti, l'eventuale contrasto con una norma imperativa arriva ad incidere sull'oggetto o sulla causa del programma patizio parasociale (p.e. impegno a indirizzare l'azione della società in una direzione illecita), allora il patto parasociale è già di per sé nullo²⁴, senza necessità di ricorrere all'art. 1344 c.c. Se invece i risultati che il patto intende raggiungere sono, in quanto tali, leciti, ma la loro traduzione in un atto societario (clausola statutaria o delibera), sarebbe vietata da una norma imperativa (p.e. la conferma ultratriennale di un amministratore nella spa), il patto parasociale potrà rimanere valido; la sua eventuale traduzione in un atto societario sarebbe soggetta a sindacato giudiziario, ma non vi è necessità di invalidazione del patto parasociale "a monte".

Peraltro, nella ricostruzione prospettata, anche a proposito delle opzioni *put* a prezzo predefinito, non sembra rintracciarsi un effetto di elusività; a meno che non lo si voglia cogliere nel fatto che quella clausola avrebbe trovato una sua collocazione preferenziale a livello sociale, ma che, non potendo costituire valido oggetto di una clausola statutaria, perché in contrasto con l'art. 2265 c.c., la previsione sia stata inserita in un patto parasociale. Si tratterebbe, tuttavia, di una ricostruzione poco persuasiva, perché sottintende una idea di fungibilità tra patto parasociale e clausole sociali, trascurando la differenza sostanziale tra le due forme di espressione dell'autonomia privata.

5. Il giudizio di validità delle opzioni *put* alla luce della c.d. "causa in concreto" del contratto.

Date le specificità del contratto parasociale e data soprattutto la centralità che, nella disciplina dei patti parasociali, assume il principio di separazione tra ambito sociale e ambito parasociale, sembrerebbe più convincente strutturare il giudizio di validità dei patti parasociali, incluso il patto contenente una opzione *put*, in modo autonomo rispetto al giudizio di validità delle clausole statutarie e degli atti sociali, inquadrandolo nell'ordinaria disciplina contrattuale e verificando se, nel caso di specie, ricorre una delle cause di nullità normativamente previste nel diritto generale delle obbligazioni e nella disciplina specifica dei patti parasociali.

Nel caso di patti parasociali, le ipotesi di nullità c.d. testuali sono, com'è noto, assai limitate²⁵ e non sembra ricorrano con riguardo alle clausole che qui si esaminano.

²⁴ E, nello specifico, per cause riconducibili all'art. 1418, primo comma: v. R. COSTI, *Sociale e parasociale: una distinzione problematica?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, 20.

²⁵ Ci si riferisce, per es., alla previsione di nullità per i patti parasociali per i quali non siano ot-

Potrebbero, in ipotesi, anche aversi patti di contenuto oggettivamente *contra legem*, perché in violazione di specifici divieti legali o amministrativi (patti atti a integrare un'intesa restrittiva della concorrenza²⁶, patti che prevedano l'impegno dei soci a votare a favore della distribuzione di riserve sociali non disponibili, in contrasto con il divieto posto dall'art. 2626 c.c.) applicabili al contratto parasociale – nullità ricondotta, in questo caso, alle cause descritte nel secondo comma dell'art. 1418 c.c. Tuttavia, neppure tale ipotesi sembra ricorrere nel caso di opzioni *put*.

Nell'ipotesi qui considerata, dunque, l'analisi del mero oggetto del contratto non risulta dirimente ai fini del giudizio di validità, a meno che non si voglia dare automatico rilievo, a livello parasociale, alle norme imperative societarie, prospettiva che qui si esclude, per le ragioni prima esposte.

È uno scenario che si verifica, in fondo, con la maggioranza dei contenuti pattizi. Per es., rispetto a un patto di non-distribuzione degli utili (anch'esso potenzialmente interferente con il divieto di patto leonino), difficilmente potrà formularsi un giudizio di validità in astratto, pur non riscontrandosi un oggetto di per sé illecito; si dovrà, piuttosto, considerare il concreto atteggiarsi del patto, gli obiettivi in concreto perseguiti e gli effetti attesi.

In questo senso, l'impegno pattizio a non votare in favore della distribuzione degli utili netti potrebbe risultare strumentale a realizzare un certo piano industriale, un programma imprenditoriale che magari richiede l'integrale reinvestimento degli utili nell'impresa; potrebbe essere, cioè, strumento di valorizzazione dell'investimento nel medio-lungo termine, in contrasto con le (normalmente meno efficienti) politiche gestorie di breve termine, e perciò meritevole di tutela giuridica. All'opposto, il patto di maggioranza che, senza una valida motivazione economica di supporto, escludesse in modo sistematico e continuo la distribuzione degli utili, per trattenerli nell'impresa e non dividerli con le minoranze azionarie, si risolverebbe in una (classica) operazione di estrazione di benefici privati da controllo, e perciò dovrebbe dirsi invalido²⁷.

temperati gli obblighi di trasparenza previsti all'art. 2341 *ter* c.c. e all'art. 122 t.u.f. Sia consentito, al riguardo, il rinvio a M. FILIPPELLI, *La trasparenza dei patti parasociali nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 473 ss.

²⁶ Sul punto, v. soprattutto, M. LIBERTINI, *I limiti di validità dei patti parasociali*, in *Rules – Research Units Law and Economics Studies*, n. 7/2013, 20 ss.; e, in giurisprudenza, CGUE, 17 novembre 1987, causa C-142 e 156/84, *British American Tobacco e Reynolds Industries c. Commissione*, ECLI:EU:C:1987:490, prima, più rilevante, istruttoria antitrust per sospetta intesa restrittiva derivante da un patto parasociale.

²⁷ Sono ormai numerosi gli studi che evidenziano i problemi di agenzia sottostanti alle politiche di distribuzione degli utili, tanto nelle società a proprietà diffusa (nelle quali politiche di remunerazione spinta di breve periodo possono deprimere gli investimenti dell'impresa e, quindi, comprometterne l'efficienza complessiva nel medio e lungo termine), quanto in quelle a proprietà concentrata (nelle quali, invece, politiche restrittive nella distribuzione degli utili possono celare obiettivi di

A fronte di una disciplina parasociale di per sé rarefatta (per le s.p.a.) o del tutto assente (quando il patto insista su un tipo diverso dalla spa), il giudizio di validità di un certo patto, il più delle volte, dipenderà quindi dalla funzione socio-economica dell'accordo, ossia dalla sua "causa in concreto"²⁸.

Si tratta, all'evidenza, di un approccio valutativo più complesso rispetto al mero giudizio di liceità dell'oggetto e che riserva un ampio margine di apprezzamento al giudice. In questo senso, tale approccio può dar luogo a oscillazioni valutative ed essere fonte di incertezza giuridica. Tuttavia, come si rilevava sopra, incertezze valutative non mancano neppure nell'assetto attuale, che valorizza il dato del contrasto con norme imperative societarie, essendo incerto quali norme imperative societarie si applichino al contesto parasociale e in quali circostanze.

Per contro, una valutazione fondata sulla causa in concreto consente di distinguere più accuratamente, anche a parità di oggetto, le convenzioni parasociali "buone", da quelle "cattive"²⁹, gli accordi che, in ragione del loro concreto atteggiarsi, degli obiettivi perseguiti e degli effetti che possono realizzare, appaiano virtuosi e meritevoli di tutela giuridica, perché magari forieri di benefici per la società e funzionali ad assecondare il funzionamento dinamico dei mercati, e accordi che, invece, perseguono finalità non meritevoli di tutela giuridica (spoliazione delle minoranze azionarie, boicottaggio interno dell'impresa, ecc.).

Negli anni recenti, la stessa Corte di Cassazione ha fatto ricorso al criterio della causa in concreto nella valutazione dei patti parasociali, inclusi quelli relativi ad opzioni *put*, suggerendo di valutare la meritevolezza di tutela giuridica del patto alla luce degli interessi in concreto perseguiti e dei risultati pratici derivanti dall'operazione economica, e giungendo, proprio sulla scorta di tale argomento, a qualificare come validi anche patti contrastanti con i divieti legali prima richiamati³⁰.

estrazione di benefici privati da controllo): sul punto, v. tra gli altri, R.J. GILSON, *Controlling shareholders and the corporate governance: complicating the comparative taxonomy*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, 1641; R. RODRIGUES, J.A. FELÍCIO, P. VERGA MATOS, *Corporate governance and dividend policy in the presence of controlling shareholders*, in 13 *Jour. Risk Finan. Mangament*, 2020, 162 ss.

²⁸ La necessità di operare un controllo di meritevolezza in concreto dei patti, pur a fronte di un oggetto lecito, è sottolineata già da P.M. SANFILIPPO, (nt. 17), 609 ss.; e M. LIBERTINI, *Dalla dicotomia fra contratti civili e commerciali alla frammentazione della categoria. Nuove riflessioni sui contratti di impresa*, in questa *Rivista*, 2022, 385 ss., con un giudizio esteso a tutti i contratti di impresa.

²⁹ Prendendo a prestito un'espressione di P.G. JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 247.

³⁰ Cfr. Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498 e n. 17500, (nt. 2); nonché, a proposito di un patto relativo alla nomina degli organi sociali e all'attribuzione delle funzioni interne al consiglio, Cass. civ., sez. I, 18 luglio 2018, n. 18138, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 391 ss., con nt. (adesiva quanto al giudizio di validità per tali clausole) di A. ABU AWWAD, *Patti parasociali: interpretazione e principi generali*.

Si tratta, tuttavia, di un orientamento ancora minoritario, sviluppato in pochi, ancorché significativi, precedenti, e (come si dirà più avanti), non sempre strutturato in modo intrinsecamente coerente; tuttavia, tale orientamento merita, a mio avviso, di essere valorizzato, come indice di una esplicita adesione (anche) a criteri valutativi diversi dal contrasto con norma imperativa societaria.

Volendo adottare il parametro della meritevolezza in concreto nella valutazione delle opzioni *put* a prezzo definito adottate nelle operazioni di *venture capital*, per come queste sono presentate dalla letteratura in materia e per quanto si ricava dall'analisi delle sentenze che si sono espressamente occupate di contratti contenenti clausole di questo tipo, si possono formulare alcune riflessioni.

In primo luogo, e in premessa a ulteriori valutazioni, non mi sembra meriti accoglimento la prospettiva per cui, nella formulazione del giudizio di meritevolezza della causa in concreto del patto, si debba tener conto – come si legge in certa giurisprudenza di merito³¹ – del carattere assoluto o meno, costante o meno, dell'esclusione del socio dagli utili o dalle perdite, poiché tale apprezzamento finisce per riproporre, a livello parasociale, il criterio del contrasto con il divieto di patto leonino e, quindi, la tesi del collegamento negoziale³².

Si tratta, tuttavia, di una contraddizione cui hanno probabilmente contribuito le stesse ordinanze del 2018 le quali, pur sostenendo, in punto di principio, che il divieto di patto leonino è connaturato al contratto sociale e che, in ragione del principio di separazione, quella norma non trova applicazione ai patti tra soci, ha poi suggerito di operare, per questi ultimi, una valutazione di meritevolezza caso per caso, onde verificare se gli effetti “leonini” possano essere, nel caso concreto, compensati da effetti di tenore opposto, tali da far ritenere il patto comunque meritevole di tutela. Con ciò implicitamente sostenendo che quel divieto è comunque suscettibile di condizionare, seppure indirettamente, la validità dei patti parasociali, determinandone la nullità, ove non adeguatamente bilanciato.

Quanto, invece, alla valutazione degli effetti del patto, nell'ambito di un giudizio incentrato sulla causa in concreto, non sembra che emergano profili di particolare lesività delle clausole di opzione *put*, per come adottate nei contratti di investimento descritti in dottrina o oggetto di valutazione da parte della giurisprudenza.

Al riguardo, a limitare significativamente la possibile portata lesiva della clausola contribuisce la stessa natura “parasociale” del contratto, che fa sì che gli effetti di quell'accordo restino comunque circoscritti ai contraenti, sicché anche l'eventuale effetto di esonero dalle perdite, in conseguenza dell'esercizio dell'opzione a prezzo predefinito, varrebbe come patto interno di redistribuzione del ri-

³¹ V. le sentenze citate nella nt. 3 *supra*.

³² Così, con riferimento a ogni norma imperativa societaria, anche A. TUCCI, (nt. 14), 31, 36 ss. e 45.

schio³³, che non interferisce con la società, non grava sugli altri soci, non compromette le ragioni dei creditori sociali, ecc.

In questo senso, sembrerebbe anche contraddittorio sostenere la nullità di tali patti e, contemporaneamente, sostenere la piena validità dei patti di ripartizione interna degli utili, che in fondo realizzano effetti speculativi, e della cui validità non si dubita³⁴.

Anche l'osservazione, che si legge in certe pronunce, per cui il socio, esonerato dalle perdite, sarebbe indifferente agli esiti della gestione sociale³⁵ e, per ciò stesso, meno incline a un esercizio attento dei diritti sociali, e specialmente, del diritto di voto, appare poco convincente, in primo luogo perché sembra riproporre una concezione, non più attuale, del diritto di voto, come diritto-funzione, attribuito al socio per la realizzazione non già di un suo interesse economico-patrimoniale, ma dell'interesse sociale; in secondo luogo, perché sembra trascurare le specificità dell'operazione economica sottostante.

In tali operazioni il *venture capitalist* è coinvolto non solo come finanziatore, ma anche come soggetto in grado di offrire supporto gestorio e strategico all'impresa, e ciò in ragione delle sue qualità professionali e reputazionali, della sua esperienza, del suo *network*, ecc.³⁶. Non è un caso che in tali operazioni spesso si preveda, anche sulla scorta di patti parasociali, l'ingresso del *venture capitalist* nel consiglio di amministrazione. Peraltro, il socio-*venture capitalist*, ancorché reso immune della perdite, ha comunque interesse a influire positivamente sulla gestione sociale e ha un interesse al buon esito dell'affare, e ciò per ragioni reputazionali, per accrescere il valore dell'impresa, e magari accedere magari a strategie di *exit* più convenienti³⁷: invero, la prospettiva di recuperare quanto investito con una piccola maggiorazione di interessi non è un orizzonte di investimento particolarmente allettante; ma ha anche interesse a che l'impresa conservi la pro-

³³ Analoga conclusione in P. AGSTNER, A. CAPIZZI, P. GIUDICI, (nt. 15), 430.

³⁴ V., tra gli altri, G. OPPO, (nt. 4), 111; C. ANGELICI, (nt. 11), 246; nonché, in giurisprudenza, Trib. Lucca, 15 dicembre 2014, n. 1920, in *Dejure*.

³⁵ V., per tutti, Trib. Milano 23 luglio 2020, n. 4628, cit.

³⁶ V. tra gli altri, D. TETEN *et al.*, *The Lower-Risk Startup. How Venture Capitalists Increase the Odds of Startup Success*, in 16 *J. Priv. Equity*, 2013, 7 ss.; A. DAVILA, G. FOSTER, M. GUPTA, *Venture capital financing and the growth of startup firms*, in 18 *J. Bus. Venturing*, 2003, 689 ss.; T. HELLMANN, M. PURI, *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, in 72 *Jour. Fin.*, 2002, 169 ss.

³⁷ Per un'analisi delle diverse forme di *exit* dalle operazioni di *venture capital*, v. D. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in 53 *UCLA L. Rev.*, 2005, 315 ss.; e più di recente, anche per una discussione critica circa gli effetti di mercato derivanti dalle diverse forme di *exit* e, in particolare, gli effetti concentrativi che possono realizzarsi in contesti di mercato ad alto tasso di innovazione, dove più facilmente l'*exit* si realizza mediante acquisizione della *start-up* da parte dell'operatore in posizione dominante, v. M.A. LEMLEY, A. MCCREARY, *Exit Strategy*, *Stanford L. & Econ. Olin Working Paper* #542, 2020 (all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3506919>).

pria solvibilità, perché da questa può dipendere la capacità del socio-founder di far fronte all'obbligo di riacquisto delle partecipazioni³⁸.

Quindi, dai patti di opzione fin qui osservati non sembrano emergere effetti negativi tali da far dubitare di per sé della meritevolezza di tutela giuridica di tali accordi.

Diverso sarebbe il caso di patti di opzione adottati per realizzare finalità di boicottaggio interno dell'impresa o di distruzione dell'ente, per realizzare un interesse specifico del *venture capitalist*, magari spiegabile con logiche di *portfolio* di investimento e di volontà di valorizzare un'impresa a discapito di un'altra, magari concorrente. Patti così strutturati – che, a quanto consta, non sono stati oggetto di esame giurisprudenziale – sarebbero probabilmente orientati a realizzare una funzione socio-economica non meritevole di tutela giuridica.

Per contro, dai patti sin qui esaminati sembrano emergere significativi effetti positivi. E anzi, sembra emergere una diretta strumentalità di tali accordi rispetto alla realizzazione di operazioni di investimento e di piani di sviluppo dell'impresa che, diversamente, non sarebbero realizzabili: come si diceva, senza una adeguata garanzia di *exit*, l'operatore di *venture capital* difficilmente parteciperebbe all'iniziativa imprenditoriale; e, senza l'apporto finanziario e strategico-gestorio del *venture capitalist* alcuni progetti imprenditoriali, specialmente quelli particolarmente innovativi, probabilmente non sarebbero sviluppati.

Tale strumentalità è ancor più evidente nell'ipotesi in cui il patto si preveda che l'opzione possa essere esercitata solo dopo un certo termine, previsione che, nel garantire la possibilità di disinvestimento da parte del *venture capitalist*, assicura al tempo stesso che questi parteciperà allo sviluppo dell'impresa almeno per il termine stabilito³⁹.

In questo senso, gli accordi descritti fanno da stimolo a iniziative imprenditoriali che, in assenza del patto (oppure, ove prevalesse un giudizio di nullità per tali clausole), forse non troverebbero attuazione o non sarebbero sviluppate in modo egualmente efficace, realizzando benefici che certamente ricadono sull'imprenditore, ma che si estendono anche alla società nel suo complesso, ai soggetti esterni al patto, ai creditori sociali, alle minoranze.

Si tratta, in altri termini, di patti che certamente contribuiscono allo sviluppo e all'efficienza della impresa interessata e che, in aggregato, possono contribuire all'efficienza complessiva dei mercati, promuovendo l'innovazione⁴⁰, possono contribuire al dinamismo del mercato finanziario, specialmente ove si prospettino esi-

³⁸ Così osserva, condivisibilmente, v. R. FELICETTI, (nt. 1), 310.

³⁹ V. ancora R. FELICETTI, (nt. 1), 310.

⁴⁰ V. tra gli altri, J. LENER, R. NANDA, *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We still Need to Learn*, in 34 *Jour. Econ. Perspectives*, 2020, 237 ss.; S. SAMILA, O. SORENSON, *Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth*, in 93 *Rev. Econ. Stat.*, 2011, 338 ss.

ti di quotazione della società o di cambi di controllo, inclusa l'ipotesi di cambi ostili di controllo. Tali effetti positivi, interni ed esterni alle parti, sarebbero destinati ad essere irrimediabilmente persi, ove prevalesse una valutazione delle opzioni *put* fondata sul mero oggetto del patto e sul riscontro del contrasto con norma imperativa societaria.

In conclusione, le opzioni *put* fin qui esaminate dalla giurisprudenza, per il fatto di risolversi in un accordo interno di ripartizione delle perdite non in grado di interferire con il piano societario (ammesso pure che si voglia considerare l'art. 2265 c.c. come norme ad applicazione trans-tipica), di non dar luogo ad effetti esterni disfunzionali in grado di privare di meritevolezza di tutela tali patti, ma anzi di risultare il più delle volte forieri di efficienze non conseguibili con strumenti alternativi, e utile strumento di supporto allo sviluppo dell'impresa e dei mercati, appaiono assistite da una valida causa in concreto e, perciò, meritevoli di tutela.

Il divieto di patto leonino tra giurisprudenza e fattispecie

The prohibition of the leonine stipulation, between law and case law

Angelo Mambriani *

ABSTRACT:

Dopo una sintesi della tradizionale interpretazione che la giurisprudenza di legittimità fornisce in materia di patto leonino, l'autore, riprendendo una linea ermeneutica espressa dalla giurisprudenza di merito, individua come elemento normativo della fattispecie ex art. 2265 c.c. un concetto di "perdita" relativo alle società di capitali – solo quella rilevante ex artt. 2447 e 2482-ter c.c. – costituente fulcro della sua *ratio* e dei suoi limiti anche in materia di opzioni *put* a prezzo determinato. Espone le conseguenze che derivano dall'applicazione di tale interpretazione alla problematica dell'utilizzo delle clausole di opzione *put* a prezzo determinato in patti parasociali e rispetto al principio di meritevolezza della loro tutela. Infine, individua le questioni apicali che, in chiave evolutiva, dovrebbero essere preliminarmente risolte per escludere l'applicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali.

After summarising the traditional interpretation that the case law of legitimacy provides on the subject of the leonine stipulation (patto leonino), the author, taking up a hermeneutic line expressed by the lower courts' case law, identifies as a normative element of the case under Article 2265 of the Civil Code a concept of "loss" relating to corporations – only that relevant under Articles 2447 and 2482-ter of the Civil Code – constituting the core of its rationale and limits also in the matter of put options at a fixed price. The article then sets forth the consequences arising from the application of this interpretation to the issue of the use of fixed price put option clauses in shareholders' agreements and with respect to the principle of the meritworthiness of their protection. Finally, it identifies the apex issues that, from an evolutionary perspective, should be preliminarily solved in order to exclude the applicability of the prohibition of leonine stipulation to corporations.

* Magistrato, presidente della Sezione specializzata per l'Impresa del Tribunale di Milano; e-mail: angelo.mambriani@giustizia.it. Il presente contributo sviluppa, con l'aggiunta di note, la relazione svolta al convegno *Il finanziamento tramite Venture Capital. In occasione dei 20 anni dalla Riforma del diritto societario*, tenutosi presso la Facoltà di Giurisprudenza della Sapienza Università di Roma il 1° dicembre 2023, nella tavola rotonda su *Le tecniche di finanziamento mediante Venture Capital e il divieto del patto leonino*.

SOMMARIO:

1. La tradizionale argomentazione giurisprudenziale intorno all'art. 2265 c.c. – 2. La “perdita” come elemento normativo della fattispecie di cui all'art. 2265 c.c. nelle società di capitali. – 3. Il patto parasociale contenente un'opzione *put*. – 4. Il problema della valutazione di meritevolezza del patto.

1. La tradizionale argomentazione giurisprudenziale intorno all'art. 2265 c.c.

Il paradigma interpretativo adottato dalla giurisprudenza in tema di divieto di patto leonino (art. 2265 c.c.), nelle sue scansioni sinora diffusamente condivise, si articola, in estrema sintesi, secondo questi passaggi:

- esso integra la causa del contratto di società, individuando la posizione del socio come partecipativa rispetto ad un contratto associativo con comunione di scopo, che insiste su un patrimonio originato dalla contribuzione di ciascuno (il conferimento), e connotata da partecipazione (almeno minimale) di ciascuno al rischio di impresa, anche al fine di allineare l'esercizio dei relativi poteri “in un senso produttivo, in altro senso non avventato”¹;
- perciò è norma trans-tipica, regolando anche le società di capitali;
- trattandosi di divieto *ex lege* (uno dei pochissimi in ambito societario) determina la nullità del patto contrastante *ex art.* 1418, primo comma, c.c.;
- trattandosi di divieto è suscettibile di aggiramento fraudolento mediante patti

¹ «Ciò che la legge ... pone come limite invalicabile all'autonomia statutaria ... [è] l'esclusione in modo assoluto e sostanziale dai rischi e dalle perdite e dal diritto agli utili per alcuni soci rispetto agli altri ... la ragione per cui la legge ha imposto non solo la costituzione di un patrimonio sociale, ma anche la formazione ad opera di tutti i soci, è da ricercare nella volontà di rendere tutti i membri del gruppo partecipi del rischio di impresa conseguente all'attività sociale svolta al fine di garantire, nell'interesse generale, un esercizio avveduto e corretto dei relativi poteri»: Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478. «...la *ratio* del divieto di patto leonino risiede nel preservare la purezza della causa societaria, cui vanno ricondotte tutte quelle diffuse opinioni secondo cui una diversa regolamentazione, tale da escludere del tutto un socio dagli utili o dalle perdite, finirebbe per contrastare con il generale interesse alla corretta amministrazione delle società, inducendo il socio a disinteressarsi della proficua gestione...»: Cass. civ., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498, in *Giur. it.*, 2019, 366. Considerata l'inerenza del divieto alla struttura del contratto di società, giurisprudenza e non minoritaria dottrina ne evidenziano la connotazione pubblicistica. Sottolinea l'esigenza che «alla partecipazione alla gestione sociale corrisponda la partecipazione al rischio d'impresa (nelle sue due componenti attiva e passiva)»: G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. impr.*, 1988, 779; G. MINERVINI, V. CUFFARO, F. GIORGIANNI, *Un lodo sul patto leonino nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2000, 959 ss. Mantiene invece distinte le *rationes* sottostanti le due componenti del divieto: M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, 1302.

diversi da quello statutario ma aventi lo stesso effetto elusivo, con conseguente riconoscimento, anche in questi casi, del vizio (art. 1344 c.c.);

– nondimeno, pur quando il patto parasociale determina l'esclusione assoluta dagli utili e dalle perdite, se esso è stipulato, nel singolo caso, per la realizzazione di concomitanti interessi meritevoli di tutela (1322 c.c.), tali da garantire che i poteri del socio siano utilizzati in modo avveduto e corretto, allora la causa illecita del patto può considerarsi obliterata e il patto valido².

Dunque, al conferimento è legato il rischio di perderlo, equiparato *ex lege* al rischio di non conseguire l'utile: non perdere il conferimento e trarvi un utile sono dunque gli interessi la cui soddisfazione è (stata finora sempre) considerata imprescindibile connotazione della posizione partecipativa del socio, motore più intimo di un suo agire tutelabile, giustificazione e misura dei poteri corporativi concessigli.

È stato poi conseguente – ma tutt'altro che cogente – il successivo collegamento rischio/potere, ma declinato in negativo – dunque soffrendo di tutte le fallacie tipiche del ragionamento *a contrario* –, sicché il socio che, scevro del rischio, non avesse (addirittura) di fatto esercitato i poteri tipici del socio o se ne fosse privato per patto parasociale, avrebbe evitato di incorrere negli effetti del divieto³.

Si tratta tuttavia di valutazioni di offensività in concreto o non consentite dalla struttura normativa del divieto, o singolarmente determinanti lo svuotamento definitivo della posizione del socio (un socio senza rischio e senza potere ha senso di esistere come tale?).

È poi appena il caso di aggiungere che quel rapporto o collegamento causale tra conferimento, prospettiva di utile o perdita e rapporto sociale, ben può assottigliarsi sin quasi a perdersi, in ragione della declinazione come “assoluta e costante” dell'esclusione del socio dalle perdite o dagli utili: però “quasi”, non “del tutto”⁴.

Su queste coordinate una giurisprudenza di merito aveva tentato di individuare – con riferimento al contratto di opzione *put* a prezzo determinato – un confine

² «... Ciò non toglie che l'esercizio degli stessi poteri possa essere conferito, con un rapporto che presuppone il contratto sociale ma che con esso non si confonde (per l'appunto un patto parasociale), a soggetti che pur non partecipano alle perdite o agli utili, traggano l'incentivo all'esercizio produttivo, e nel contempo corretto ed avveduto, dei poteri amministrativi, da una serie di interessi rilevanti di altra natura che all'andamento dell'impresa sociale siano connessi»: Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 1).

³ Cfr.: Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 746 con nota di R. SANTAGATA, *Partecipazioni in s.r.l. a scopo di finanziamento e divieto di patto leonino*.

⁴ «...perché il limite all'autonomia statutaria dell'art. 2265 c.c. sussista è necessario che l'esclusione dalle perdite o dagli utili costituisca una situazione assoluta e costante»: Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 1).

oltre il quale quel rapporto o collegamento poteva dirsi totalmente rescisso, la posizione partecipativa del socio irrimediabilmente perduta, vanificata nella sua assenza dall'acquisizione, da parte di chi faceva formalmente ingresso in società, di una posizione di natura diversa, cioè quella di finanziatore della società o addirittura dello stesso socio cedente (a seconda che l'opzione fosse concessa in correlazione con un aumento di capitale riservato al socio entrante o con una semplice cessione della partecipazione)⁵.

Si trattava cioè di distinguere – nella convinzione di una ontologica differenza – capitale di rischio e capitale di credito⁶: chi, anche per effetto di contratti collegati (sociale e parasociale), assume i rischi tipici solo e soltanto del finanziatore, talora nemmeno della società, è solo apparentemente socio; la posizione di socio implica necessariamente la partecipazione, almeno eventuale ed almeno minimale, agli utili oppure alle perdite, mentre il finanziatore ha sempre diritto alla restituzione dell'intero finanziamento (ed al pagamento degli interessi pattuiti).

Si trattava dunque di evitare non già commistioni causali, sempre possibili, ma che, *sub specie* di conferimento o di trasferimento di una posizione di socio, si celasse esclusivamente un'operazione con causa diversa, soltanto di finanziamento.

Del resto, il finanziatore ha interesse alla salute del debitore, interesse che però si rivolge piuttosto al patrimonio del concedente l'opzione, nella sostanziale indifferenza per le sorti della società: la remunerazione è già garantita dall'interesse pattuito sulle somme impiegate nell'acquisto della partecipazione e nei versamenti a vario titolo in favore della società; l'ipotesi dell'incremento di valore della partecipazione oltre quei limiti (peraltro solitamente bilanciato dalla previsione di un'opzione *call*), semmai aggrava la situazione, inducendo scelte volte all'assunzione di rischi sopportati solo dalla società e dagli altri soci.

2. La “perdita” come elemento normativo della fattispecie di cui all'art. 2265 c.c. nelle società di capitali.

Un simile progetto ermeneutico⁷ – nella circolarità che lo caratterizza – comportava la precisazione, in questo contesto normativo, del concetto di perdita ri-

⁵ Trib. Milano, 30 dicembre 2011, n. 18833 in *Giur. comm.*, 2012, II, 729 con nota F. DELFINI, *Opzioni put con prezzo determinato “a consuntivo”, arbitraggio della parte e nullità*, ed in *Società*, 2012, 1158 con nota A.M. PERRINO, *Patti parasociali di finanziamento partecipativo e divieto di patto leonino*; App. Milano, 3 febbraio 2016, n. r.g. 2338/2012.

⁶ V. anche P. SPADA, *Le azioni di risparmio. Primo commento alla legge 7 giugno 1974 n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 595.

⁷ V. CARIELLO, *Linguaggi interpretativi normativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 10; ID., *Paradigmi e linguaggi interpretativi, il diritto societario tra interpretazione e applicazione*, Torino, Giappichelli, 2021, 48, 153 s.

petto alle società di capitali: nella trasposizione dalle società di persone (dove i soci sono di *default* amministratori illimitatamente responsabili) alle società di capitali (dove la responsabilità è limitata e gli amministratori possono non essere soci), l'individuazione dell'elemento "perdita" non poteva che subire un cambiamento radicale del referente persino concettuale⁸. Così se nelle società di persone significa non solo perdita del (valore corrispondente al) conferimento, ma anche responsabilità illimitata per debiti che la società non riesce a pagare, nelle società di capitali, dove la responsabilità è limitata al conferimento e la società è persona giuridica, la perdita, per il socio, non può che essere intesa se non nell'accezione di cui agli artt. 2447, 2482-ter c.c.: perdite di esercizio capaci di mutare il paradigma dell'impresa, implicando la ricostituzione del capitale o la liquidazione o la trasformazione o l'adozione di uno strumento di soluzione della crisi d'impresa. Rilevanza astratta, non importando che siffatte situazioni si verificino effettivamente; senz'altro irrilevanti le perdite che non intaccano il capitale sociale e quelle che lo intaccano per meno di 1/3 del capitale sociale o per più di 1/3 ma senza farlo scendere sotto il minimo legale o addirittura in negativo.

Ne consegue che la "perdita" è elemento normativo di fattispecie – quella di cui all'art. 2265 c.c. – in alcun modo confondibile con la perdita di valore della partecipazione (aspetto economico), né con il prezzo della cessione della partecipazione (aspetto giuridico). Non con il valore perché, come noto – al di là di formalizzazioni contabili qui irrilevanti (es.: art. 2426, n. 4, c.c.) –, esso, anche nelle società di capitali chiuse, non ha un rapporto prestabilito né normativamente né fenomenologicamente con il capitale sociale e nemmeno con il patrimonio sociale. Non con il prezzo perché, come altrettanto noto, l'oggetto della compravendita della partecipazione è la partecipazione stessa, rispetto alla quale il patrimonio sociale è oggetto mediato di cui è invece titolare la società⁹.

Ed allora esclusione dalle perdite del socio di società di capitali significa essenzialmente che, per statuto o per patto parasociale, egli è in grado, mantenendo la stessa partecipazione, di scaricare il relativo costo su altri soci.

Per statuto si può pensare a categorie di quote o azioni indifferenti alle perdite, cioè che garantiscono ai loro titolari di rimanere soci, nella medesima percentuale di partecipazione al capitale, trasferendo di fatto su altri soci il costo di sottoscrizione delle partecipazioni emesse in sede di ricostituzione del capitale per perdite. Tutto ruota sulle condizioni e circostanze della retrocessione, da valutare caso per caso¹⁰.

⁸ I. CAPELLI, *Il patto leonino*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, Milano, Utet, 2022, 1805.

⁹ Per tutte: Cass. civ., n. 20538/2023; Cass. civ., n. 7183/2019.

¹⁰ Non si tratta delle clausole anti-diluizione operanti in sede di aumento di capitale e non quando questo sia azzerato per perdite e debba essere ricostituito: cfr. Consiglio notarile di Milano, Commissione società, Massima n. 186 del 2020. Più problematica la condizione delle azioni redimi-

3. Il patto parasociale contenente un'opzione put.

Con riferimento al patto parasociale recante l'opzione *put*, occorrerà verificare la capacità di raggiungere altrimenti un effetto sostanzialmente analogo a quello che si produrrebbe se la clausola fosse inserita in statuto (art. 1344 c.c., v. *supra*)¹¹.

Se il patto non ha l'effetto di esentare il socio dalla partecipazione alle perdite nel senso suddetto, *nulla quaestio*: è proprio il caso del contratto dell'opzione *put* a prezzo fisso, ad esempio pari al prezzo di acquisto, eventualmente maggiorato di un interesse. Invero, in questo caso, il socio opzionario, in caso di perdite rilevanti ex artt. 2447 e 2482-ter c.c. occorse nel periodo in cui l'opzione può essere esercitata, sopporta la perdita, nel senso che, se non partecipa alla ricostituzione del capitale o vi partecipa in misura minore alla percentuale detenuta *ante* ricostituzione del capitale, non avrà a disposizione le azioni (o quote) su cui esercitare l'opzione o il diritto di retrovendita.

In questi casi non v'è incidenza del patto parasociale sull'equilibrio del contratto di società.

Diversa invece l'ipotesi in cui il patto preveda non solo la corresponsione di una somma pari al prezzo d'acquisto originariamente pagato eventualmente maggiorato di un interesse, ma anche il rimborso di tutti gli apporti che l'acquirente, nel corso del rapporto societario, abbia conferito in società, compreso quanto pagato per la sottoscrizione delle nuove azioni emesse a seguito della ricostituzione del capitale. In tal caso, infatti, il socio titolare dell'opzione *put* è effettivamente esentato dalle perdite, nel senso che, senza sopportare alcun costo, scaricato sul concedente – già venditore e prospettivo socio coatto –, gli è assicurato il mantenimento della stessa partecipazione utile a consentire l'esercizio dell'opzione medesima¹². In questi casi, il concedente l'opzione assume una posizione di debitore del socio opzionario rispetto al costo di ripianamento delle perdite, che è indice della natura leonina del patto.

In tale prospettiva, il socio opzionario è un socio solo apparente: il rischio del suo investimento è legato essenzialmente all'inadempimento del concedente e lo è sempre quando il suo ingresso in società non consegue ad aumento di capitale ed invece all'acquisto della partecipazione da altro socio; non pagando il prezzo del

bili: A. DE COSTA, *Le azioni redimibili*, in AA.VV., *Azioni e altri strumenti finanziari*, a cura di C. MARCHETTI, Torino, Giappichelli, 2021, 4; R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto di patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537.

¹¹ Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 1).

¹² Trib. Milano, 30 dicembre 2011, (nt. 5).; Trib. Milano, 18 ottobre 2017, in *Società*, 2018, 291 con nota di G. PENZO, *Opzione put e violazione del divieto di patto leonino: nuovi spunti sul requisito di assolutezza*; App. Milano, 19 febbraio 2016, n. 636.

rischio dell'investimento nella società, vede obiettivamente la sua posizione oscillare tra l'indifferenza e il conseguimento di utili ad ogni costo; oppure, al contrario, può tranquillamente assumere, anche in ragione di interessi esterni sopravvenuti, comportamenti contrari all'interesse sociale, senza sostanziali conseguenze; si determina quindi, all'interno della società, un disallineamento degli interessi di soci potenzialmente assoluto; un disallineamento assoluto che il divieto di patto leonino intende scongiurare ed il cui impedimento costituisce un'altra componente importante della *ratio legis*; un disallineamento assoluto che connota anche le azioni, finendo il patto parasociale per costituire una categoria di azioni senza apposita previsione statutaria.

Diversa è la posizione del creditore con pegno di partecipazioni, in cui la causa di garanzia sorregge il diritto di voto perché il creditore ha interesse allineato con la società, essendo interessato al mantenimento del valore della partecipazione, subendo la perdita della garanzia in caso di azzeramento del capitale per perdite o il rischio della perdita – poiché l'esercizio dell'opzione spetta al socio debitore –, oltre ad essere soggetto al divieto di patto commissorio. Inoltre, il debitore rimane socio sino all'eventuale espropriazione, con possibilità di esercitare gli altri diritti amministrativi (art. 2352 c.c.), compresi quelli di controllo. Ovviamente diverso il caso dei derivati di copertura o delle assicurazioni sull'oscillazione del prezzo della partecipazione, poiché riguardano appunto il prezzo/valore della partecipazione, non invece l'esercizio del diritto di opzione ex art. 2441 c.c. in caso di ripianamento delle perdite. Invero, l'esercizio di questa opzione è una scelta e non un rischio, sicché non potrebbe essere assicurato ex art. 1900 c.c. Si tratta comunque di contratti stipulati con soggetti diversi da società e soci.

La fattispecie come sopra delineata – invero dal perimetro applicativo assai limitato – non sembra suscettibile di essere riletta né invocando l'alterità rispetto al patto sociale delle vicende circolatorie, né postulando una separatezza assoluta tra piano sociale e parasociale.

Il primo argomento è irrilevante, posto che la costruzione della fattispecie come sopra delineata si fa carico dell'obiezione, adeguatamente restringendo il campo di applicazione del divieto.

Il secondo argomento parrebbe voler costruire una sorta di esenzione dall'applicazione dell'art. 1344 c.c. o di impermeabilità del piano sociale rispetto al piano parasociale in termini che non sembrano, nella loro absolutezza, coltivabili, posto non solo, in astratto, che anzi il collegamento funzionale che lega i due piani costituisce a sua volta connotato causale del secondo (cfr. anche art. 2341-bis e s. c.c.), ma soprattutto che, in questa ipotesi, il patto incide sul piano sociale, sollevando il socio opzionario, in caso di perdite ex art. 2447 c.c., dal costo del mantenimento della partecipazione che ne è oggetto, così non solo determinando un suo atteggiamento potenzialmente non responsabile, ma incidendo surrettiziamente anche sul diritto degli altri soci all'acquisto dell'inoptato.

4. Il problema della valutazione di meritevolezza del patto.

Quanto alla valutazione di meritevolezza del patto, non si può non cogliere la frizione logica nella prospettazione della dialettica tra due norme (artt. 1344 e 1322 c.c.) che paiono antitetiche: la violazione di un divieto legale colora di immeritevolezza l'operazione che la realizza; un'ipotesi di frode alla legge – il verificarsi, per altre vie contrattuali, di effetti analoghi a quelli di una clausola statutaria vietata – è da accertare in concreto in via preliminare rispetto a qualsiasi valutazione di meritevolezza; nella prospettiva sopra delineata, la causa di finanziamento (nemmeno sempre a favore della società) finisce per prevalere nettamente sulla *causa societatis*, creando un rapporto anomalo e disfunzionale.

I margini per ribaltare il giudizio e ritenere l'accordo complessivamente capace di riallineare gli interessi del “socio leone” a quelli degli altri, a fronte dei mille sistemi alternativi e ugualmente efficaci di finanziamento, paiono assai ristretti, comunque da ricondurre alla valutazione dell'assetto di interessi e degli effetti sulla posizione del socio espressi dall'operazione nel suo complesso, non invece, altrimenti incorrendosi in contraddizione, dello scopo/effetto di finanziamento cui l'opzione è immediatamente collegata¹³.

In questo quadro, un mutamento di prospettiva interpretativa suppone invece una riflessione piuttosto complessa sulla stessa configurazione della *causa societatis*, in una prospettiva, peraltro, assai diversa da quella oggi ampiamente in discussione con riferimento alla finalità di lucro¹⁴.

Si tratta cioè di comprendere se il rapporto rischio / potere che si era ritenuto connotare la posizione del socio in quanto tale – anche in chiave di allineamento degli interessi all'interno della società – possa essere utilmente sostituito con un diverso tipo di rapporto, di natura essenzialmente finanziaria; se sia utile rescindere il legame rischio/potere in vista della traslazione in chiave finanziaria del contratto sociale: poteri concessi a fronte della *chance*, acquisita dalla società, di utilizzo di un investimento solo temporaneo; se questa scissione, semmai, sia già avvenuta nell'evoluzione storica subita dalle società di capitali, rendendo

¹³ I. CAPELLI, (nt. 8), 1811. Per un caso di riconosciuta immeritevolezza: App. Milano, 17 settembre 2014, in *Giur. it.*, 2015 con nota F. RIGANTI. Per un caso di ritenuta meritevolezza, oltre al noto caso giudicato da Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 1994, n. 8927, (nt. 1) – connotato da forti valenze pubblicistiche –, cfr. Trib. Bologna, 12 febbraio 2018, Trib. Milano, 6 agosto 2015, n. 9301 in *Giur. it.*, 2016, 636, con nota A. MONTEVERDE.

¹⁴ U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019; M. RICOLFI, *Istituzionalismo, contrattualismo, storia*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Polo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S. CERRATO, E. DESANA, Torino, Giappichelli, 2022, 46 s.; F. DENOZZA, *due concetti di stakeholderism*, *ivi*, 78; E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, Giuffrè, 2022; P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in *Le società*, a cura di P. MONTALENTI, in *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea*, a cura di G. AJANI e G.A. BENACCHIO, Torino, Giappichelli, 2022, 15.

anacronistica l'estensione ad esse di una disposizione dettata per le società di persone¹⁵.

La fenomenologia del divieto di patto leonino in questo senso non aiuta, poiché quella logica di finanziarizzazione estrema pare appartenere più alle grandi organizzazioni effettivamente operanti nel mercato del capitale di rischio ed a capitale diffuso che non alle società chiuse – siano esse s.p.a. o s.r.l. – nel cui ambito tuttavia, in concreto, con maggiore impatto, si è verificato il manifestarsi di forme limitrofe al patto leonino testate in sede giudiziaria.

Quanto poi agli strumenti interpretativi utilizzabili, superato l'arduo passaggio appena indicato, essi sono stati ben individuati in dottrina, dalla critica al riconoscimento della natura transtipica della norma – con sua riconduzione nel recinto delle società personali –, alla proposta di separare, assumendone diverse *rationes* e funzioni, il divieto di esclusione dalle perdite rispetto all'esclusione dagli utili. Strumenti questi operanti *in apicibus*, mentre quelli utilizzabili più a valle, sopra indicati, non sono apparsi garantire un percorso interpretativo del tutto lineare.

¹⁵ G. PENZO, *Opzione di vendita a prezzo fisso e divieto di patto leonino: una convivenza possibile*, in *Società*, 2014, 146; M.S. SPOLIDORO, (nt. 1), 1311.

Temì e dibattiti
Comments and analysis

Controllo e gruppo nel codice civile, nel codice della crisi, nel t.u.b. e nel diritto antitrust: linee evolutive in atto nell'ordinamento interno ed euro-unitario

Control and Group in the Civil Code, in the Crisis Code, in the t.u.b. and in Antitrust Law: Evolutionary Lines underway in the Internal and Euro-unitary Legal System

Vittorio Minervini *

ABSTRACT:

Lo studio intende mostrare alcune linee evolutive, storicamente apprezzabili (sul piano normativo, di *soft law*, di prassi applicativa e giurisprudenziale), a livello interno ed euro-unitario, intorno alle nozioni di controllo e di gruppo, nel diritto societario comune, nel nuovo codice della crisi e dell'insolvenza, nel Testo unico bancario e nel diritto antitrust. Emerge, piuttosto nitidamente, una tendenza a dare rilievo e prevalenza a profili di tipo sostanzialistico e a-formale, al fine di verificare l'esercizio effettivo del potere di indirizzo e gestione dell'impresa di gruppo, obiettivamente ed unitariamente considerata. Non è dunque implausibile che queste linee evolutive possano contaminare il novero e l'apprezzamento degli elementi qualificabili come rilevanti ai fini dell'accertamento di una situazione di controllo e di gruppo anche per il diritto societario comune, finendo altresì per influenzare la stessa nozione di impresa.

The essay gives an account of some historically appreciable evolutionary lines – vis-à-vis regulation, soft law, and case law – at a domestic and Euro-unitary level, regarding the notions of “control” and “group”, in common corporate law (as regulated by the Civil Code), in the new crisis and insolvency Code, in the Consolidated Banking Act (t.u.b.) and in antitrust law. Overall, a pattern stands out: the legal system tends towards a substantial and a-formal approach, aimed at reconstructing and verifying the actual exercise of the power of direction and management of the group enterprise, as objective-

* Docente a contratto, Università di Roma Tor Vergata e Luiss Business School; email: vittorio.minervini@uniroma2.it; v.minervini@minervinilex.eu.

ly and collectively considered. It is not implausible that these lines could influence and to some extent contaminate the way by which common corporate law ascertains the existence of both “control” and “group”, thus suggesting a careful reflection on the concept of enterprise itself.

SOMMARIO:

1. Premessa. Ambito e scopo dell'indagine. – 2. Le nozioni di “controllo” e di “gruppo” nel codice civile. – 3. *Segue*: controllo “esclusivo” e controllo “congiunto”. – 4. *Segue*: controllo e attività di direzione e coordinamento. – 5. Controllo, gruppo e attività di direzione e coordinamento nel nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (cenni). – 6. Il concetto di “controllo” nel t.u.b. – 7. *Segue*: il “gruppo bancario” e l'interesse “di gruppo” in ambito bancario. – 8. La nozione di “controllo” nel diritto antitrust. – 9. *Segue*. il concetto di impresa di gruppo nel diritto antitrust. *Single Economic Entity Theory*, *Parental Liability Presumption* e principio di continuità economica e funzionale dell'impresa. – 10. Notazioni conclusive.

1. Premessa. Ambito e scopo dell'indagine.

La presente indagine intende mettere in luce alcune direttrici lungo cui pare svolgersi, in vari plessi disciplinari (distinti ma reciprocamente interferenti), l'anagenesi normativa e giurisprudenziale in tema di controllo e di gruppo.

Nell'evidenziare analogie e discrepanze ricorrenti nelle discipline prese in esame, l'analisi consentirà di individuare un filo conduttore comune, tendente ad accordare prevalente considerazione a profili obiettivi, di tipo a-formale e sostanzialistico. Si tratta di un orientamento nitidamente apprezzabile sul piano delle fonti primarie e di *soft law* nonché nella prassi applicativa e giurisprudenziale, che merita di essere segnalato, quale linea evolutiva in atto nell'ordinamento interno e unionale, per le implicazioni ricostruttive generali e di vertice che possono derivarne, anche in ordine a una più ampia nozione “europea” di impresa.

Com'è noto, il codice civile non conosceva *ab origine*, in via diretta, la nozione di “gruppo”, che pure è postulata in numerose disposizioni, con significati, ambiti applicativi e funzionali differenti e difficilmente riconducibili a unità¹. Infatti, le varie discipline in cui è dato ritrovare la nozione di gruppo – o che a essa variamente fanno comunque indiretto riferimento – non muovono da una definizione normativa univoca in termini di fattispecie a monte: nel codice civile (e

¹ Così, ad es., P.G. JAEGER, F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, vol. I, *Impresa e società*, II ed., Milano, Giuffrè, 1992, 309 (e ora P.G. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, vol. I, *Impresa e società*, VIII ed., Milano, Giuffrè, 2010, 337 ss.) o anche P.G. JAEGER, *Considerazioni parasistematiche sui controlli e sui gruppi*, in *Giur. comm.*, 1994, I, 484.

quindi nel diritto societario “comune”²), quella di “gruppo” risulta infatti nozione giuridica “di secondo grado”, ricavabile, secondo una prima tesi, dalla fattispecie tipica del “controllo”³ (che il legislatore si cura invece di definire: art. 2359 c.c.): e ciò, evidentemente, sul presupposto empirico che in un gruppo di società sottoposto ad un unico controllo “vi è sempre direzione coesa e sottoposizione – com’è poi economicamente logico – dell’intera impresa ad un interesse unitario”⁴. In questa lettura, il dato esperienziale supporterebbe la tesi per cui è normale che chi disponga del controllo su un insieme di società le governi, in concreto, in base a un disegno unitario.

Secondo una diversa tesi, che ha poi trovato indiretta conferma nella riforma del 2003, la nozione di gruppo postulerebbe invece la più intensa relazione derivante dall’esercizio continuativo di un’attività di “direzione e coordinamento”⁵, che può essere svolta su basi contrattuali o in virtù di disposizioni statutarie che la prevedano (anche senza che si disponga del controllo né, invero, di alcun tipo di partecipazione al capitale).

E se tale nozione di gruppo è quella adottata oggi nella disciplina riformata del Capo IX (artt. 2497 ss.), il codice presume tuttavia – facendo però salva la prova contraria – che chi disponga del controllo, o sia tenuto al consolidamento dei bilanci, eserciti l’attività di direzione e coordinamento sulle società controllate o sottoposte al consolidamento contabile (art. 2497-sexies).

La stessa impostazione (di ricavare cioè la nozione di gruppo dalla comune soggezione a un’attività di direzione e coordinamento) è stata più di recente se-

² Con tale espressione si vuole stipulativamente indicare e richiamare la disciplina societaria del codice civile, definita “comune” perché applicabile a tutti i tipi di società, quando non derogata da altre discipline applicabili solo a particolari tipi di società (ad es. in ambito bancario o finanziario) o per peculiari finalità (ad es. controllo delle concentrazioni ai fini della tutela del pluralismo informativo); usa la medesima espressione (“diritto societario comune”) nel senso qui convenzionalmente adottato e proprio in relazione al rapporto tra disciplina generale del gruppo da codice civile e disciplina (speciale) del gruppo bancario ad es. G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società: poteri e responsabilità*, in *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2023, 247 ss. (e in partic. 255). Sulla pluralità di discipline in cui la nozione di gruppo è a vario titolo considerata v. già M. LAMANDINI, *Il “controllo”. Nozioni e “tipo” nella legislazione economica*, Milano, Giuffrè, 1995 (in partic. 245 ss.);

³ Cfr. ancora P.G. JAEGER, F. DENOZZA, (nt. 1) *ibidem*; così anche B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2009, 295 ss.; segue questa impostazione anche il lavoro monografico pre-riforma del 2003 di G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, Giappichelli, 1996.

⁴ Sono le parole usate in particolare da B. LIBONATI, (nt. 3), 469.

⁵ Per questa tesi, sempre a livello manualistico, cfr. ad es. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, vol. 2, *Diritto delle società*, X ed., Torino, Giappichelli, 2020, 288. Per una più ampia disamina v. anche M. CALLEGARI, *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. COTTINO e G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2009, 1055 ss. (ma v. comunque meglio *infra*, in partic. par. 4).

guita dal legislatore anche nelle “definizioni” dettate per il nuovo codice della crisi e dell’insolvenza”⁶.

In ogni caso, è la stessa definizione di controllo dell’art. 2359 c.c. a risultare, per molti versi, polisemica⁷.

Benché tra i concetti di controllo e di gruppo non vi sia corrispondenza biunivoca necessaria (potendo darsi l’uno senza l’altro)⁸, nella prassi applicativa è proprio dall’accertamento di una situazione di controllo⁹ che può normalmente inferirsi, in via presuntiva, la sussistenza (dell’esercizio di una direzione unitaria e dunque) della fattispecie “gruppo”¹⁰. Questa va peraltro ricostruita secondo il contesto normativo di riferimento, nel senso che deve apprezzarsi in relazione alla “classe di interessi che nella specie si vogliono tutelare”¹¹ nelle diverse discipline in cui essa è postulata come “fattispecie”; sicché nell’operazione di accertamento e di imputazione del potere di controllo e di direzione verticistica del gruppo (an-

⁶ Cfr. art. 2, primo comma, lett. h), codice della crisi e dell’insolvenza, che invero reca la definizione di “gruppo di imprese” (ma sul punto v meglio *infra*, par. 5).

⁷ Così ad es. P. MARCHETTI, (nt. 7), 1 ss. o ancora M. LAMANDINI, (nt. 2), 223 (e, prim’ancora, ID., *Appunti in tema di controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 218 ss.).

⁸ Nel senso che può esservi “gruppo” derivante dall’esercizio di “un’attività di direzione e coordinamento” su basi contrattuali, anche di tipo paritetico e senza che ricorra una relazione di “controllo” ex art. 2359 c.c. o, al contrario, può esservi una relazione di controllo che, però, non dà luogo anche a un’attività continuativa di direzione coordinamento (ad es. perché il socio di controllo rinuncia ad entrare nel merito delle scelte imprenditoriali, che vengono lasciate nella piena autonomia degli amministratori delle società controllate). Cfr. ad es. N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell’impresa*, Pisa, Pacini, 2023, in partic. 19 ss., che riprende la tesi già espressa in *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, Milano, Giuffrè, 1999 (in 122 ss. e 355 ss.), secondo cui l’attività di direzione e coordinamento richiede comunque un *quid pluris* rispetto al controllo. Si veda al riguardo quanto più ampiamente osservato *infra* (in partic. par. 4).

⁹ Il termine viene qui utilizzato in senso puramente atecnico e descrittivo, senza voler entrare nel dibattito dottrinale, pur acceso, sulla configurabilità del controllo in termini di “concetto” o di “tipo”; per i diversi orientamenti v. in particolare M. LAMANDINI, (nt. 2), 54 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge antitrust*, in *Riv. soc.*, 1995, 457; M. NOTARI, *La nozione di «controllo» nella disciplina antitrust*, Milano, Giuffrè, 1996 (in partic. 149 ss.); V. CARIELLO, *Controllo congiunto e accordi parasociali*, Milano, Giuffrè, 1997 (in riferimento al tema qui specificamente indagato 185 ss.); M. LAMANDINI, sub *Art. 2359 cod. civ.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 751.

¹⁰ Si afferma in questo senso comunemente che “gruppo” è l’insieme di imprese, o società, sottoposto ad un unico centro di controllo. Questa è la definizione offerta anche a livello manualistico (v. in particolare B. LIBONATI, (nt. 3), 296, ove anche un’elencazione, non esaustiva, di diverse discipline che alla sussistenza di un gruppo di società sono per diversi profili riconosciute, nel diritto societario comune e in altri contesti disciplinari).

¹¹ Così, in particolare, B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, Giuffrè, 1959, 151 (e ora in *Opere monografiche*, vol. I, Milano, Giuffrè, 2014, 1 ss., da cui le citazioni che seguono sono state tratte); nello stesso senso P. MARCHETTI, (nt. 7), 1 e, da ultimo, N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell’impresa*, (nt. 8), 19.

che ai fini della presunzione dell'art. 2497-*sexies*) occorrerà sempre chiedersi quali siano gli interessi protetti dalla relativa disciplina¹².

Ciò detto, è noto che la prima definizione normativa del gruppo è si riviene nella disciplina del “gruppo insolvente” ai fini dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi¹³ ed è costruita sulla nozione di “*direzione unitaria*”¹⁴. Peraltro, è proprio dalla direzione unitaria del gruppo insolvente che storicamente discende la nozione di “*attività di direzione e coordinamento*”, utilizzata per la prima volta per la definizione del “gruppo bancario” nel t.u.b. e, da lì, mutuata, ai fini della disciplina di diritto comune¹⁵, negli artt. 2497 ss. c.c.

Si tratteranno di seguito alcune delle più rilevanti analogie e differenze, che, in base all'evoluzione storico-normativa e alla conseguente prassi giurisprudenziale, è dato all'interprete rilevare nei concetti di controllo, di gruppo e di attività di direzione e coordinamento, nel codice civile, nel nuovo codice della crisi d'impresa, nel Testo unico bancario e nel diritto antitrust.

La scelta di fermare l'osservazione su queste discipline non è casuale: essa si giustifica, quanto al codice della crisi, per la novità dell'intervento normativo e per l'esigenza di valutarne le implicazioni, anche ai fini del diritto societario comune¹⁶; quanto al diritto antitrust, per il rilievo centrale che questo assume all'in-

¹²Lo rileva ad es. V. CARIELLO, (nt. 9), 15 ss. Per qualche esempio, si pensi alla nozione di “controllo” (e “cambio di controllo”) ai fini della disciplina dei c.d. *golden powers* ai sensi della legge 11 maggio 2012, n. 56 (e s.m.i.), a tutela di interessi dello Stato qualificati come “strategici”, ovvero alle nozioni di controllo e di gruppo dettate ai fini del c.d. sistema integrato delle comunicazioni (SIC), a tutela del pluralismo informativo, dall'art. 43 del vecchio Testo Unico dei Servizi Media Audiofonici e Radiofonici (d.lgs. 31 luglio 2005, n. 177, su cui v. CGUE, 3 settembre 2020, *Vivendi c. AGCOM*, causa C-719/18) e ora dagli artt. 5, comma 2 e 51 del Testo Unico per la fornitura dei Servizi Media e Audiovisivi (d.lgs. 8 novembre 2021, n. 208), in attuazione della direttiva (UE) 2018/1808.

¹³Su cui v., per tutti, B. LIBONATI, *Il gruppo insolvente*, Firenze, Nardini, 1981 (ora in *Opere monografiche*, vol. II, Milano, Giuffrè, 2017, 199 ss.).

¹⁴Cfr. in particolare art. 3, ultimo comma, l. 3 aprile 1979, n. 95 (c.d. “legge Prodi”) e, sulla stessa linea, art. 90 d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270 (c.d. “Prodi-bis”). Per la nozione di gruppo rilevante, sulla scorta della VII direttiva, ai fini della redazione del bilancio consolidato v. ad es. L.A. BIANCHI, *L'«area di consolidamento» nella VII Direttiva CEE nella prospettiva della sua attuazione in Italia*, in *Riv. soc.*, 1987, 1250 o S. FORTUNATO, *La funzione del bilancio consolidato nella tutela degli interessi correlati di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 63.

¹⁵Cfr. sul punto G. SCOGNAMIGLIO, *Gruppi bancari e non: legge e autonomia nella configurazione del modello organizzativo*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 693 ss., anche per le discussioni intorno alla disciplina dei gruppi che hanno preceduto la riforma del 2003, su cui possono utilmente consultarsi anche i saggi raccolti nel volume *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, a cura di P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI, Milano, Giuffrè, 1996; quanto alla peculiare disciplina del gruppo bancario v. in ogni caso meglio *infra*, par. 7.

¹⁶Si tratta di un tema nuovo e di particolare rilevanza concettuale, rispetto al quale sono state date letture e interpretazioni anche molto diverse; in ogni caso, e sin d'ora, v. in particolare G.B.

terno dell'odierna disciplina dell'impresa¹⁷, nonché in ragione del fatto che “controllo” e “mercato” sono concetti così fortemente correlati da suggerirne lo studio secondo una specifica angolatura che si suole esprimere nel lemma “contendibilità” (o anche “mercato”) del controllo¹⁸; quanto al diritto bancario, per il suo essere storicamente fucina di sperimentazione di soluzioni normative che spesso anticipano – almeno per taluni profili – quelle che saranno adottate anche nel diritto comune¹⁹. E assume particolare rilievo ai fini della presente indagine che la prima previsione normativa in punto di “attività di direzione e coordinamento” abbia visto la luce proprio nel t.u.b.²⁰.

Oltre a ciò, le discipline prese qui a riferimento sono fortemente radicate nel diritto dell'Unione Europea e ne riflettono gli orientamenti, essendo oggetto di un processo di progressiva armonizzazione, a livello normativo, giurisprudenziale e

PORTALE, *Il codice italiano della crisi d'impresa e dell'insolvenza: tra fratture e modernizzazione del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2022, 1149 ss.

¹⁷ Cfr. per tutti M. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Enc. dir., Annali III*, Milano, Giuffrè, 2010, 191 ss. (e ivi in partic. 240 ss.); si permetta, in senso analogo, il rinvio a *Insolvency, Competition, and the Theory of the Firm*, in 32 *EBLR*, 2021, 743 ss., ove la tesi secondo cui la disciplina a tutela della concorrenza e del mercato ha ormai assunto, anche in virtù delle spinte unionali e costituzionali, il ruolo di centro logico della teoria dell'impresa, attorno al quale le altre discipline del suo statuto giuridico debbono opportunamente e coerentemente ordinarsi e coordinarsi (in partic. 768); in senso analogo v. ora S. AMBROSINI, *L'impresa nella Costituzione. Introduzione ai corsi di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Bologna-Torino, Zanichelli, 2024, 73-4.

¹⁸ Tra i tanti, v. ad es. lo stesso M. LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti stranieri diretti nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, I, 491 ss.

¹⁹ Lo evidenzia ad es. ancora M. LAMANDINI, *Gruppi societari e bancari*, in *La riforma del diritto societario e le banche*, Roma, Bancaria Editrice, 2004, 45 ss. (ivi, 57) e, in modo molto chiaro, più di recente, anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), spec. 255, nt. 14.

²⁰ Lo ha ricordato di recente P. MARCHETTI, *Del dovere di direzione e coordinamento: l'approdo al Codice della crisi di impresa di un tema caro a Paolo Ferro-Luzzi*, in *Riv. soc.*, 2022, 1412 ss., ripercorrendo la genesi del saggio di P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sul gruppo bancario non creditizio*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 13 ss.; richiama la rilevanza della nozione di gruppo contenuta nel t.u.b. ai fini di quella poi accolta nell'art. 2497 c.c. e, per derivazione, nel nuovo codice della crisi anche G. SCOGNAMIGLIO, *La crisi e l'insolvenza dei gruppi di società: prime considerazioni critiche sulla nuova disciplina*, in questa *Rivista*, 2019, 669 ss. (ivi, 679). La mancata considerazione del t.u.f. è dovuta, invece, alle rilevanti modifiche in atto nella sua impostazione generale: ci si riferisce, com'è ovvio, alla c.d. “legge capitali” (l. 5 marzo 2024, n. 21), recante misure a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali di cui al d.lgs n. 58/1998, in un iter normativo non ancora concluso: non sembra quindi esercizio utile sforzarsi di trarre indicazioni da un testo normativo in corso di modifica, in attesa che si consolidi il processo legislativo a livello delegato. In ogni caso, un'attenta analisi della disciplina vigente, in particolare per il più ampio ambito della fattispecie di controllo recata dall'art. 93 t.u.f. rispetto a quella dell'art. 2359 c.c. è in G. MOLLO, D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 8/2015.

(inevitabilmente anche) concettuale²¹, nel quale è la Corte di Giustizia a garantire un'applicazione uniforme del diritto dell'Unione in tutti gli Stati membri, che tende poi a influenzare l'elaborazione dei connessi concetti giuridici nelle tradizioni dei singoli Stati. E questo, come si vedrà, sta avvenendo anche in ordine alla stessa nozione di impresa²².

2. Le nozioni di “controllo” e di “gruppo” nel codice civile.

L'art. 2359 c.c. stabilisce in quali casi una “società” possa essere definita come “controllata” da un'altra; e nel fare ciò individua due forme tipiche di controllo: quello “interno” (o azionario) – che può essere di diritto (fattispecie di cui al n. 1 del primo comma) e di fatto (di cui al n. 2) – e quello c.d. “esterno” (o contrattuale, di cui al n. 3), quando si abbia la capacità di esercitare stabilmente, anche in via di fatto, una “influenza dominante” su di un'altra società²³.

La disposizione sottende (anche nella seconda fattispecie considerata, quella cioè di “collegamento” di cui al comma 3) una relazione “tra società”, destinata a determinare una serie di conseguenze sul piano della disciplina.

In tutti i casi contemplati dall'art. 2359, si ha controllo solo nella misura in cui l'influenza esercitabile o esercitata sulla società controllata sia anche durevole e stabile nel tempo²⁴. Ciò non significa però che la relazione di dominio debba essere irreversibile: quel che conta è che l'influenza, finché perdura, sia esercitata in via continuativa²⁵ (il che permette a rigore un accertamento solo *ex post* e non anche un giudizio prognostico *ex ante*).

²¹ Per un recente tentativo di analisi dell'evoluzione del diritto della crisi d'impresa alla luce delle spinte unionali sia consentito il rinvio a *Dalla legge fallimentare alla Direttiva Insolvency. Il diritto della crisi come strumento per la costruzione e il corretto funzionamento del mercato interno*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 499 ss.

²² Sul punto cfr. anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), spec. 261 ss.

²³ Cfr. ancora, per es., P.G. JAEGER, F. DENOZZA, (nt. 1), 311 ss. o anche M. LAMANDINI, (nt. 9), 750 ss.

²⁴ Tra i tanti v. ad es. già C. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, Giuffrè, 1957, cui *adde* tra gli altri B. LIBONATI, (nt. 13), 259 ss.; M. LAMANDINI, (nt. 2), 57 ss. e 216 ss.; V. CARIELLO, (nt. 9), 43-44.

²⁵ La “stabilità” è considerata uno degli elementi costitutivi del controllo di fatto ad es. da Consiglio di Stato, sez. VI, sentenza 14 dicembre 2020, n. 7972, in ordine all'ascrivibilità a Vivendi S.A. della qualifica di società “controllante” di fatto di Telecom s.p.a., ai sensi degli artt. 2359 c.c. e 93 d.lgs. n. 58/1998 (t.u.f.) e in relazione alla disciplina di cui all'art. 2391-bis c.c. (“operazioni con parti correlate”). La sentenza, che per ragioni procedurali annulla una delibera di “accertamento del controllo di fatto” adottata dalla Consob, è pubblicata ad es. in *Giur. comm.*, 2022, II, 152 ss., con le note di M. MIDIRI, *Certezza del mercato e accertamenti della Consob: la prospettiva del Giudice amministrativo*, *ivi*, 159 ss. e di G. MOLLO, *Il caso Vivendi-Telecom: poteri di regolazione della Consob e funzione di accertamento della nozione di controllo societario*, *ivi*, 170 ss.

Sul piano applicativo, seguendo un'impostazione che trova precisi riscontri nel diritto anglosassone, si tende a desumere l'influenza dominante richiesta dall'art. 2359 da un "fatto tipico", che si considera rivelatore, ossia l'effettiva capacità di nominare nel tempo la maggioranza degli amministratori della società controllata²⁶.

Nel controllo esterno l'influenza dominante deriva invece da "*particolari vincoli contrattuali*"²⁷, dovendosi verificare in concreto quali siano gli effetti prodotti e il contesto in cui si realizzano²⁸ e purché il vincolo contrattuale sia tale da creare una situazione di soggezione che consenta di orientare le decisioni assembleari con effetti equivalenti a quanto si verificherebbe in una situazione di controllo interno²⁹.

In aggiunta, secondo la giurisprudenza prevalente, l'effetto derivante dal rap-

²⁶ Così, ad es., P.G. JAEGER, F. DENOZZA, (nt. 1), 312 o B. LIBONATI, (nt. 3), 299. Peraltro, la capacità di nominare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza è espressamente qualificata come rivelatrice di una situazione di "controllo" dall'art. 23, comma 2, t.u.b. (su cui v. *infra*, par. 5 e Notazioni conclusive).

²⁷ M. LAMANDINI, (nt. 2), 152 ss. In giurisprudenza, cfr. Cass. civ., sez. I, sentenza 27 settembre 2001, n. 12094, in *Giur. comm.*, 2002, II, 675, per cui sussiste una situazione di controllo esterno in presenza di "determinati rapporti contrattuali la cui costituzione ed il cui perdurare rappresentino la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità di impresa della società cosiddetta controllata", tanto da essere "vitale"; secondo Trib. Roma, sez. spec. imprese, sentenza 13 giugno 2016, in *OneLegale*, si ha controllo esterno quando vi sia una "oggettiva dipendenza economica, derivante da particolari rapporti contrattuali. ... Si tratta, dunque, di un condizionamento oggettivo ed esterno dell'attività sociale, che sussiste indipendentemente da chi nomina e può revocare gli amministratori, essendo l'attività economica stessa, in quanto tale, ad essere condizionata dalla relazione di controllo"; per Trib. Roma, III, sentenza 22 gennaio 2014, in *OneLegale*, può configurarsi "una posizione di controllo contrattuale esclusivamente laddove i vincoli negoziali siano di forza tale da generare un'influenza dominante equivalente a quelle conferita dal possesso della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria". In senso conforme, tra le tante: Trib. Palermo, sentenza 3 giugno 2010, in *Foro it.*, 2011, I, 931 ss.; Trib. Milano, sentenza 27 febbraio 2012, n. 2481, in *Giur. it.*, 2012, 2585 e in *Riv. dir. soc.*, 2012, 734 (con nota di T. MARSILI, *Amministratore di fatto persona giuridica vs. attività di direzione e coordinamento*); Tribunale di Bologna, sez. II, sentenza 20 gennaio 2017, in *OneLegale*; Tribunale di Bologna, sentenza 11 ottobre 2019, *ibidem*; Tribunale Milano, sez. spec. imprese, sentenza 21 luglio 2020, in *giurisprudenzadelleimprese.it*.

²⁸ Così ad es., Trib. Roma, III, sentenza 22 gennaio 2014, (nt. 27); sulla medesima linea, più di recente, Trib. Roma, sentenza 21 giugno 2023, n. 9936, inedita, ove si legge che "per unanime dottrina, la sola dipendenza economica non [è] idonea a dare luogo ad una situazione di controllo in senso giuridico", a tal fine richiedendosi che "in ragione di particolari vincoli contrattuali, l'influenza dominante si traduca in una eterodirezione gestionale e strategica della complessiva attività della società dominata": il che si verifica quando i rapporti contrattuali siano tali da rappresentare "la condizione di esistenza e di sopravvivenza della capacità di impresa della società controllata", sì da essere "insostituibili".

²⁹ Cfr. in particolare G. SCOGNAMIGLIO, *Gruppi di imprese e diritto delle società* (ed. provv. fuori commercio), Roma, 1989, 119 (e poi, più ampiamente, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, (nt. 3)), seguita sul punto da M. LAMANDINI, (nt. 2), 186.

porto contrattuale deve essere anche “*particolare*”, nel senso cioè che non può trattarsi del (solo) riflesso tipico del rapporto negoziale sottostante³⁰. Vengono comunemente ritenuti come astrattamente idonei a produrre un simile effetto (ma appunto solo in presenza di altri elementi o effetti “particolari”) i contratti di somministrazione, di agenzia, di commissione, di licenza di brevetto o di *know-how*, di distribuzione, di *franchising*, di subfornitura, specie se in esclusiva.

In questi casi, al controllo negoziale può accompagnarsi anche un’ulteriore condizione rilevante per l’ordinamento, quella di “*dipendenza economica*”, ai fini dell’applicazione di altre discipline³¹.

Le due situazioni non sono però coincidenti, anche per la diversità dei profili funzionali e di tutela sottesi alle due discipline. Il tema, assai interessante³², meriterebbe un’analisi più ampia di quella qui consentita. In ogni caso può dirsi che la situazione di dipendenza economica si risolve tipicamente in una soggezione dell’impresa dipendente sul piano della gestione economica, commerciale o produttiva³³, laddove il controllo attiene invece, in senso proprio, alla capacità di ingerenza nelle scelte interne all’organizzazione societaria: con la conseguenza che vi potranno essere casi di dipendenza economica che non realizzano anche una

³⁰ Cfr. ad es. Trib. Roma, sentenza 13 giugno 2016, (nt. 27), secondo cui i vincoli contrattuali devono essere tali che “la società controllata non possa autonomamente determinare le proprie scelte strategiche in ordine allo svolgimento della propria attività imprenditoriale. In altre parole, l’atteggiarsi dei rapporti negoziali, per integrare la fattispecie di controllo esterno, deve generare la traslazione all’esterno della società del poter di direzione dell’attività sociale, ma ciò non si verifica sulla base della sola reiterazione nel tempo di più ordini”; Trib. Roma, sent. 11 luglio 2011, n. 14874, in *IusExplorer* (citata anche da G. SBISÀ, *Controllo contrattuale esterno, direzione unitaria e abuso di dipendenza economica*, in *Contr. impr.*, 2015, 822 e da G. BARBARA, *Covenants e “fattispecie aggregative”. Contributo alla teoria del controllo e del collegamento “esterni”*, Torino, Giappichelli, 2022, 216), ha escluso la sussistenza di “particolari vincoli contrattuali” nell’ipotesi in cui la società in tesi controllata abbia la facoltà di instaurare identici rapporti con altre società “sottraendosi alla dominanza della asserita controllante e sciogliendosi dai vincoli contrattuali che ad essa la legano”; nello stesso senso, v. anche Tribunale di Palermo, 3 giugno 2010, (nt. 27).

³¹ In particolare quella dell’abuso di dipendenza economica, ai sensi dell’art. 9, legge 192/98, su cui si vedano, in particolare, gli studi monografici di G. COLANGELO, *L’abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un’analisi economica e comparata*, Torino, Giappichelli, 2004 e PH. FABBIO, *L’abuso di dipendenza economica*, Milano, Giuffrè, 2006 (cui *adde* da ultimo, per la repressione anche amministrativa dell’abuso di dipendenza “a rilevanza concorrenziale” e il rafforzamento dei poteri d’intervento nel settore dei mercati digitali, il volume collettaneo *La nuova stagione dell’abuso di dipendenza economica*, a cura di G. COLANGELO, V. MINERVINI, Bologna, Il Mulino, 2023). Per una rassegna ragionata dei primi casi di abuso di dipendenza economica a rilevanza concorrenziale sia consentito il rinvio a *L’abuso di dipendenza economica a rilevanza concorrenziale nelle prime decisioni dell’AGCM, Fattispecie, rapporto con il private enforcement e prospettive applicative*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2022, 516 ss.

³² Oggetto tra gli altri dello studio di G. SBISÀ, (nt. 30), 815 ss.

³³ Ampia analisi delle varie tipologie di dipendenza economica in PH. FABBIO, (nt. 31), *passim*.

situazione di “controllo esterno”³⁴ e, viceversa, casi di controllo esterno che non determinano anche una situazione di dipendenza economica; ma anche casi in cui siano riscontrabili invece i tratti rivelatori di entrambe le relazioni, e allora con la possibile applicazione cumulativa di entrambe le discipline³⁵.

Nel codice la distinzione tra controllo interno ed esterno è rilevante per almeno due ordini di ragioni: in primo luogo, perché il comma 2 dell’art. 2359 stabilisce che solo il controllo interno (sia “di diritto” che “di fatto”) possa essere esercitato anche in via indiretta, ossia tramite società controllate, società fiduciarie o per interposta persona³⁶ (mentre tale possibilità non sembra contemplata, invece, per quello esterno³⁷); in secondo luogo, perché la natura interna o esterna del controllo riverbera (o quantomeno dovrebbe, a seconda delle tesi) sul grado di incisività (potenziale o, invece, effettiva) necessaria per configurare una relazione sussumibile nella fattispecie di cui all’art. 2359 c.c.

Mentre per il controllo interno è largamente condivisa l’idea che sia sufficiente la mera disponibilità della maggioranza dei voti (o di voti “sufficienti”) nell’assemblea ordinaria e, dunque, l’astratta capacità di influenzare l’andamento societario, anche a prescindere dall’effettivo esercizio (in base alla massima d’esperienza per cui chi detiene la maggioranza assoluta o relativa dei voti normalmente la esercita)³⁸, sul controllo esterno si registrano posizioni discordanti, tra chi ritiene anche qui sufficiente la mera potenzialità dell’esercizio di un’influenza dominante³⁹ e chi sostiene, invece, che non possa in questo caso prescindere dall’accertare anche il concreto esercizio dei particolari poteri di influenza (di diritto o di fatto) derivanti dal rapporto contrattuale⁴⁰. Almeno per il diritto societario comu-

³⁴ In questo senso v. per es. Cass. civ., sez. I, ordinanza 20 marzo 2023, n. 7930, in *OneLegale*.

³⁵ Così, mi pare, anche C. ANGELICI, *Direzione e coordinamento: casi e questioni*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 951 ss. (e in partic. 965) e F. ANGIOLINI, *Abuso di dipendenza economica e controllo societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, 72 ss.; sembra sovrapporre le due nozioni N. RONDINONE, I gruppi fra diritto societario e diritto dell’impresa, (nt. 8), 29 e 36. In tema v. anche da ultimo E. CODAZZI, *L’impresa economicamente “debole” tra abuso di dipendenza economica e abuso della direzione e coordinamento*, in *Società*, 2023, 572 ss. (in nota a Trib. civile Milano, sez. impresa B, sent. 19 maggio 2022, *ivi*, 563 ss.).

³⁶ Art. 2359, secondo comma, c.c. per il quale “ai fini dell’applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi”.

³⁷ Così, ad es., Trib. Torino, 16 febbraio 2015, in *IlCaso.it*, 9 marzo 2015.

³⁸ Cfr. per es. M. LAMANDINI, (nt. 2), 61 ss., ove più ampi riferimenti.

³⁹ Così, ad es., M. NOTARI, *La nozione di “controllo” nella disciplina antitrust*, Milano, Giuffrè, 1996; L. SCHIUMA, *Controllo, governo e partecipazione al capitale*, Padova, Cedam, 1997.

⁴⁰ P. FERRO-LUZZI, P. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.*, 1994, I, p. 423; M. LAMANDINI, (nt. 2), 186; A. PAVONE LA ROSA, *Tipologia dei vincoli di “controllo” e dei “gruppi” societari*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, II ed., Torino, Utet, 1991, 582 ss.; E. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, Giuffrè, 2002.

ne⁴¹, l'iscrizione a una società esterna alla compagine sociale del potere di influenzare in modo "determinante" la gestione degli affari fa apparire ragionevole un'interpretazione che ne esiga anche il concreto ed effettivo esercizio; e questa impostazione sembrerebbe ormai aver trovato il favore della giurisprudenza prevalente⁴².

3. Segue: controllo "esclusivo" e controllo "congiunto".

Le fattispecie contemplate dall'art. 2359 c.c. suppongono il controllo nelle mani di un unico soggetto (controllo "esclusivo", "monocratico" o "solitario"). S'è dunque posto il problema di stabilire quale trattamento riservare a quelle situazioni in cui la prerogativa dell'influenza dominante sia raggiunta solo attraverso la sinergia di due o più società indipendenti, ma stabilmente coordinate (ad esempio da un patto di sindacato⁴³).

Si parla, in tal caso, di controllo "congiunto"⁴⁴, situazione che comporta l'esigenza di individuare allora il termine (e le tecniche) di imputazione del controllo così accertato (nell'esempio appena considerato, a chi possa o debba iscriversi la posizione di controllo all'interno del patto di sindacato che ne consenta l'esercizio⁴⁵).

Al riguardo ci si è chiesto innanzitutto se nell'ipotesi in cui il capitale sociale sia ripartito in quote egualitarie possa ravvisarsi un controllo congiunto interno di diritto⁴⁶; e se nelle situazioni in cui due soci riescano a esercitare un'influen-

⁴¹ Si veda *infra*, par. 8, per la diversa soluzione adottata invece in ambito antitrust.

⁴² Cfr. ad es. Trib. Roma, 13 giugno 2016, (nt. 27), secondo cui "a differenza del controllo interno, quello esterno deve essere effettivo" e Trib. Roma, III, sentenza 22 gennaio 2014, (nt. 27). Si veda anche la casistica esaminata di recente da C. ANGELICI, (nt. 35), in partic. 964 ss.

⁴³ È questa, in particolare, la fattispecie indagata da V. CARIELLO, (nt. 9); v. anche M. LAMANDINI, (nt. 9), 751 ss.

⁴⁴ Sul piano oggettivo, ci si riferisce alla situazione di dominanza congiuntamente detenuta da due o più società, che può derivare anche dalla "sommatoria" di diversi fattori, quali ad esempio le partecipazioni detenute, i vincoli contrattuali esistenti tra le parti e gli eventuali altri rapporti giuridici ed economici idonei ad attribuire, in concreto, la capacità di influenzarne l'attività e le decisioni (e sarebbe questa anche la nozione di controllo congiunto cui, nell'opinione prevalente, fa riferimento la fattispecie di cui all'art. 7, comma primo della legge antitrust nazionale, n. 287/1990: così, ad es., ancora V. CARIELLO, (nt. 9), 16 e, pur con qualche diversa sfumatura, anche M. NOTARI, (nt. 9), 396 ss.).

⁴⁵ E tuttavia è chiaro che tali tecniche di imputazione "soggettiva" sono pur sempre conseguenza di un accertamento obiettivo a monte: cfr. V. CARIELLO, (nt. 9), 23 ss. (anche in relazione alle diverse normative e finalità nelle quali la situazione di controllo congiunto assume rilevanza).

⁴⁶ C'è anche chi ha qualificato tale particolare fattispecie in termini di controllo (non "congiunto", ma) "concorrente", nel senso cioè che "in presenza di almeno due soci titolari di un reciproco potere di veto ed in assenza di un coordinamento nell'esercizio di tale potere, l'«influenza determinante» che fa capo a ciascuno di essi, lungi dal tradursi in un dominio congiunto della società, si

za dominante solo coordinandosi⁴⁷ possa dirsi integrato il controllo interno di fatto⁴⁸.

La posizione assunta in un primo momento da dottrina⁴⁹ e giurisprudenza⁵⁰ era in sostanza restrittiva: si tendeva infatti a ritenere che la situazione del controllo “congiunto” fosse estranea alla fattispecie considerata dall’art. 2359 c.c. (per la quale avrebbero avuto rilievo le sole ipotesi di controllo esclusivo). Tale impostazione, non del tutto superata, è stata tuttavia posta in discussione a livello sia dottrinale⁵¹ che giurisprudenziale⁵², in particolare valorizzando sistemati-

trasforma in uno strumento che potrebbe essere utilizzato in funzione di una vicendevole interdizione all’esercizio (individuale) di un’influenza di tipo «dominante»; sicché “i due soggetti, piuttosto che coordinarsi nell’esercizio «congiunto» di un’influenza (determinante o, secondo le più recenti posizioni, dominante), «concorrono» nella posizione di controllo”: così V. DONATIVI, *I “confini” del controllo congiunto*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 563 ss. (testo e nota 47).

⁴⁷ Così è, ad es., nel caso di due soci con partecipazioni rispettivamente del 51% e 49% e con attribuzione statutaria, a favore del socio di minoranza, di poteri di veto sulle decisioni strategiche; oppure anche nel caso di due soci con partecipazioni che, sommate, conferirebbero il controllo di diritto (ad es. 30% e 21%) e con elevata frammentazione del residuo 49%.

⁴⁸ Scarso interesse, almeno nel diritto societario comune, sembrerebbe aver ricevuto invece la questione della configurabilità di un controllo congiunto esterno “plurimo”, per le ipotesi in cui una società abbia vincoli contrattuali “particolari” (nel senso sopra divisato) con più soggetti, mentre il tema ha attirato l’attenzione sotto il diverso profilo dell’accertamento dei requisiti per la sussistenza di un “concerto”, ai fini dell’applicabilità della disciplina sull’OPA obbligatoria (su cui vedi, ad es., l’ampia analisi condotta da C. MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, Giuffrè, 2013, cui adde ID., *Le Opa obbligatorie*, Milano, Giuffrè, 2020).

⁴⁹ L.A. BIANCHI, *L’area del consolidamento nella VII Direttiva CEE nella prospettiva della sua attuazione in Italia*, in *Riv. soc.*, 1987, I, 1250; B. VISENTINI, *La rilevanza della partecipazione a sindacati di voto nella configurazione del gruppo SIM*, in *Riv. soc.*, 1991, 245; (nt. 7); R. COSTI, *I sindacati di voto nella legislazione più recente*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 32; M. MIOLA, *Le garanzie intra-gruppo*, Torino, Giappichelli, 1993, 34; M.S. SPOLIDORO, (nt. 9), 457; V. DONATIVI, (nt. 46); G. SBISA, *Società controllate e collegate*, in *Contr. impr.*, 1997, 352; M. NOTARI, voce *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, vol. II, Milano, Egea, 2008, 683 ss. Gli argomenti principali ruotavano attorno alla differente lettera dell’art. 2359 c.c. (“influenza dominante”) e dell’art. 7 l. n. 287/1990 (“influenza determinante”), nonché alla tesi secondo cui il sindacato di voto rappresentasse una sintesi di interessi autonoma e distinta, non identificabile con la sommatoria degli interessi dei soci sindacati.

⁵⁰ Cfr. Trib. Milano, 19 dicembre 1986, in *Foro it.*, 1987, 3161, per cui “[non] è configurabile, alla stregua dell’ordinamento vigente, l’ipotesi del controllo congiunto su una società da parte di più soggetti uniti in un sindacato di voto, con la correlativa imputazione della qualifica di controllante a ciascuno dei soci aderenti all’accordo sindacale”.

⁵¹ V. in particolare V. CARIELLO, (nt. 9), *passim* nonché ID., *Dal controllo congiunto all’attività congiunta di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2007; M. LAMANDINI, (nt. 7), 234; F. GUERRERA, *Considerazioni in tema di controllo, controllo congiunto e controllo analogo nella disciplina TUSP*, Consiglio Nazionale del Notariato, studio n. 228-2017/I, 3; P. MONTALENTI, *I gruppi di società*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. IV, Padova, Cedam, 2010, 1031 ss. Cfr. anche A. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio dell’attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497-sexies e 2497-septies c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur.*

camente l'art. 2341-bis c.c., che riconduce all'esercizio dell'influenza dominante (e disciplina, quanto a contenuti, durata, validità e pubblicità) i patti parasociali aventi "per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante".

Più discussa, e non univocamente risolta, resta la questione relativa all'imputazione del controllo congiunto, specie all'interno dei patti di sindacato (e dunque a quali tra i soci sindacati debba essere ascrivito il controllo congiunto e al ricorrere di quali condizioni, positive o negative⁵³).

4. Segue: controllo e attività di direzione e coordinamento.

Ai fini della riforma del diritto societario del 2003 il legislatore delegante aveva chiesto al Governo di prevedere anche "una disciplina del gruppo secondo principi di trasparenza, tale da assicurare che l'attività di direzione e coordinamento contemper[asse] adeguatamente l'interesse del gruppo, delle società controllate e dei soci di minoranza di queste ultime"⁵⁴. Nella Relazione al decreto legislativo s'era giustificata al riguardo la scelta di aver definito in via prioritaria l'aspetto, ritenuto centrale, della "responsabilità" della controllante nei confronti dei c.d. soci "esterni" e dei creditori delle controllate, senza introdurre invece una disciplina "generale", volta a regolare anche le modalità di formazione, di organizzazione e di funzionamento del gruppo⁵⁵. Una tale opzione normativa – che certo lasciava aperte molte questioni⁵⁶ – rispondeva alla convinzione che il rimedio già previsto dall'ordinamento per chi avesse agito nella conduzione dell'attività sociale "in conflitto di interessi" si caricasse di elementi di eccessiva ambiguità in presenza della costellazione societaria in forma di gruppo e che fosse

comm., 2004, I, 983 ss.; quanto alle società pubbliche v. ad es. M.E. COMBA, F. SUDIERO, *Società a controllo pubblico – Le società a "controllo pubblico" (congiunto): luci e ombre dal (e sul) Codice Civile*, in *Giur. it.*, 2020, 391 ss.

⁵² Cfr. ad es. Trib. Milano, 24 luglio 2018, in *Giur. it.*, 2019, 594, con nota di S. LUONI, *La prelazione ed il cambio del controllo*.

⁵³ Per ogni approfondimento sul punto v. in partic. ancora V. CARIELLO, (nt. 9), specie 179 ss., cui adde almeno M. LAMANDINI, (nt. 7), 234 e ID., *Art. 2359 cod. civ. (commento a)*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, tomo I, Milano, Giuffrè, 2016, 754-755.

⁵⁴ Art. 10, lett. a), l. n. 366/2001.

⁵⁵ Se non per taluni aspetti specifici, quali la pubblicità obbligatoria, la trasparenza motivazionale per le decisioni influenzate dall'appartenenza al gruppo, il diritto di recesso in fase di costituzione o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento e la postergazione dei finanziamenti interni. Per una puntuale analisi della disciplina si veda, ad es., M. CALLEGARI, (nt. 5), *passim*.

⁵⁶ La cui indagine travalica i limiti della presente indagine: per qualche riflessione in merito piace tuttavia richiamare in particolare G. MINERVINI, *La capogruppo e il "governo" del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno*, (nt. 15), vol. II, 1565 ss. e M. CALLEGARI, (nt. 5), 1055 ss.

dunque preferibile istituire un rimedio specifico⁵⁷, al fine di garantire una tutela di carattere risarcitorio al socio esterno o al creditore che fosse stato in concreto danneggiato (e non altrimenti compensato) in ragione del non corretto esercizio dell'altrui attività di "direzione e coordinamento"⁵⁸; e ciò al fine di lasciare invece massima flessibilità alle scelte di organizzazione del gruppo e dell'attività d'impresa ad esso sottesa, per favorire una gestione che ne massimizzasse l'efficienza, ma nel contesto di una cornice legale minima di garanzie⁵⁹.

Secondo la dottrina prevalente si è in tal modo riconosciuta la piena legittimità dell'attività di direzione e coordinamento dell'impresa di gruppo che si conformi ai parametri legali di correttezza formale e sostanziale⁶⁰, tanto che questa può considerarsi in alcuni casi anche "doverosa" (ad es., si vedrà, quanto all'istituzione di assetti organizzativi "adeguati" alla dimensione e articolazione formale dell'impresa di gruppo o alla scelta tempestiva degli strumenti più idonei a evitare una situazione di crisi che possa mettere a rischio la continuità aziendale⁶¹). Tuttavia, la disciplina codicistica si limita in sostanza (salvi i limitati profili sopra richiamati) a individuarne le conseguenze soprattutto sul piano patologico⁶², stabilendo il regime di responsabilità delle "società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime" (art. 2497 c.c.)⁶³.

⁵⁷ Così, ad es., G. GUIZZI, *Partecipazioni qualificate e gruppi di società*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2004, 325 ss. (e ivi in partic. 340-343).

⁵⁸ Per maggiori dettagli, anche sulle scelte politiche della riforma in tema di gruppi, si vedano, tra gli altri, C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, I, Torino, Giappichelli, 2006, 5 ss. e G. SCOGNAMIGLIO, "Clausole generali", *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2011, 517 ss.; entrambi rimarcano (a mio avviso correttamente) come la norma del 2497 c.c. detti in definitiva una disciplina della direzione e coordinamento in termini di "attività".

⁵⁹ Lo ribadisce efficacemente, anche in termini di attuale scelta di politica del diritto a livello unionale, G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 248 ss.

⁶⁰ Così (e nel senso di riconoscere la legittimità di un "potere gestorio a carattere discrezionale", come tale "insindacabile nel merito", almeno fino a quando i principi di corretta gestione "societaria e imprenditoriale" non siano stati violati) in particolare G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 58), 533 (la quale aveva peraltro sostenuto la legittimità dell'esercizio di una direzione unitaria anche nell'assetto anteriore alla riforma del diritto societario, in *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, nt. 3); *contra*, in senso limitativo, v. invece N. RONDINONE, I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa, (nt. 8), 65.

⁶¹ Cfr. P. MARCHETTI, (nt. 20), 1415 ss., che richiama, tra gli altri, G.B. PORTALE, (nt. 16), 1149 ss. e L. PANZANI, *Codice della crisi e gruppi di società*, in *Riv. soc.*, 2022, 1330 ss.; nello stesso senso anche M. MIOLA, *Le operazioni riorganizzative infragruppo nel codice della crisi di impresa*, in *questa Rivista*, 2021, 627 ss. (e spec. 643 ss.). Su questi aspetti v. meglio *infra*, par. 5.

⁶² Lo rileva, da ultimo, anche N. RONDINONE, I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa, (nt. 8), 57.

⁶³ Così ad es. P. MONTALENTI, *I gruppi di società: dottrina, giurisprudenza e prassi*, in *Diritto*

La norma postula invero il concetto di “attività di direzione e coordinamento”, che non viene definito; non di meno, un insieme di disposizioni contenute nella pur scarna disciplina consente di individuarne, in via ricostruttiva, i principali connotati qualitativi⁶⁴.

Se i concetti di controllo e di direzione e coordinamento finiscono spesso, nella prassi, per esser contigui (per effetto della presunzione di cui all’art. 2497-sexies), almeno nel diritto societario comune⁶⁵ essi vanno comunque tenuti distinti (lo si desume *per tabulas* dall’art. 2497-septies⁶⁶ perché, come s’è visto, può esservi controllo senza esercizio stabile e continuativo di un’attività di direzione e coordinamento⁶⁷ e, al contrario, può esservi esercizio di un’attività di direzione e coordinamento su basi contrattuali o statutarie, senza che ricorrano gli elementi qualificanti del controllo *ex art.* 2359 c.c.⁶⁸).

In ogni caso, poiché – come s’è detto – la posizione di controllo consente normalmente di esercitare anche un’attività di direzione unitaria delle controllate, l’art. 2497-sexies c.c. dispone che “*si presume salvo prova contraria che l’attività*

ed Economia dell’Impresa, 2016, 5, 76 ss. (in partic. par. 4); v. anche R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 661 ss. Sulla possibilità di individuare un interesse “della società”, non riducibile a quello (o quelli) del gruppo dei soci di controllo, v. ad es. M. LIBERTINI, *Un commento a Francesco Denozza in tema di contratto, impresa e società. In difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss. (e ora anche in *Passato e presente del diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2023, 419 ss.).

⁶⁴ Sul punto cfr. in particolare G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 58), in partic. 530 ss.; v. anche C. ANGELICI, *Noterelle quasi metodologiche in materia di gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 377 ss.; L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 420 ss.; P. MONTALENTI, *L’attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.

⁶⁵ Diversamente, si vedrà, dal “gruppo bancario” nel t.u.b., per il quale la società che detiene il controllo ha anche il dovere – per ragioni di efficacia, effettività e unicità dell’attività di vigilanza prudenziale – di esercitare l’attività di direzione e coordinamento sulle altre società facenti parte del gruppo (v. meglio *infra*, par. 6 e 7).

⁶⁶ Cfr. ad es. P. MONTALENTI, (nt. 63), in partic. par. 7.

⁶⁷ Ad esempio perché il socio di controllo non abbia interesse ad esercitare la direzione unitaria sulle attività delle società controllate, che vengono pertanto lasciate libere di determinare in via autonoma la propria attività e strategia sul mercato, sino a potersi fare concorrenza tra loro. Sul punto v. anche A. NIUTTA, (nt. 51), 983 ss. e N. RONDINONE, *I gruppi di imprese fra diritto comune e diritto speciale*, (nt. 8), 122 ss. e 355 ss.

⁶⁸ Per la riconduzione del rapporto di direzione e coordinamento nell’ambito contrattuale e per le implicazioni che ne derivano sul piano normativo e disciplinare v. in particolare P. MONTALENTI, (nt. 63); in senso contrario, per la tesi cioè che si tratti di un “fatto” e della conseguenza dell’esercizio di un “potere”, di cui occorra apprezzare e disciplinare opportunamente le conseguenze sul piano normativo, v. invece ad es. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, II ed., Padova, Cedam, 2006, 189 ss. (e spec. 210) e, sotto diversa angolazione, M. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 665 ss.

di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalla società o ente [...] che [...] le controlla ai sensi dell'articolo 2359"⁶⁹.

Al riguardo è stato osservato che la presunzione sembra avere una diversa operatività in relazione alle diverse ipotesi di controllo stabilite nell'art. 2359, perché se nel caso di controllo interno di diritto (fattispecie di cui al n. 1) essa opera direttamente, senza ulteriori oneri probatori, negli altri casi (le fattispecie di cui ai nn. 2 e 3) è la relazione di controllo "di fatto" a dover essere oggetto di prova, di tal che, sul piano probatorio, le due situazioni tenderanno spesso a sovrapporsi⁷⁰.

Nonostante "la prova contraria presenti [...] cospicui margini di ambiguità" e sia tutt'altro che agevole⁷¹, dovendosi dare "in negativo", la giurisprudenza di merito mostra comunque una certa propensione a vagliare tutte le circostanze di fatto, ritenendo che sussista direzione e coordinamento "solo in presenza di un accentramento nella capogruppo delle funzioni gestorie fondamentali" nonché di "una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, sulle scelte strategiche ed operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali"⁷²; con la doverosa precisazione che la mancanza di direzione e coordinamento non fa venir meno la rilevanza del gruppo ai fini del consolidamento dei conti, né della relazione di controllo ai fini dell'applicazione di altre discipline⁷³.

Sebbene la norma non lo contempli espressamente, è ormai ampiamente condivisa l'opinione che anche una persona fisica⁷⁴ possa esercitare l'attività di dire-

⁶⁹ In argomento, cfr. F. GALGANO, G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società. Art. 2497-2497 septies*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, II ed., Bologna-Roma, Zanichelli-II Foro italiano, 2014, 61 ss.; G. GUIZZI, *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestio nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 439 ss.; F. CASADEI, *Gruppi di società nel codice civile*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, IV, Torino, Utet, 2008; L.A. BIANCHI, (nt. 64), 420 ss. Secondo Trib. Milano, sez. spec. in materia di imprese, ord. 20 dicembre 2013, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 335, la finalità dell'art. 2497 c.c. è ampliare l'area di responsabilità dell'ente dirigente verso soggetti e rispetto a posizioni giuridiche che prima non potevano attingerla.

⁷⁰ In questi termini, in particolare, ancora G. GUIZZI, (nt. 57), 339-340.

⁷¹ A. NIUTTA, (nt. 51), 993 ss.

⁷² Tribunale di Torino, sez. I, 16 febbraio 2015, (nt. 37), ove il richiamo a Trib. Pescara, 2 febbraio 2009, in *Foro it.*, 2009, I, 2829, citata anche da G. SBISÀ, (nt. 30), 822 e da G. BARBARA, (nt. 30), 216. In termini, anche Trib. Milano, sez. spec. imprese, 28 gennaio 2015, in *OneLegale*, nonché Tribunale di Catania, 26 febbraio 2015, in *Società*, 2016, 73.

⁷³ Ad esempio per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni della controllante, secondo le previsioni di cui agli artt. 2359-bis ss.

⁷⁴ Per questa tesi, che ha avuto l'avallo anche da parte della giurisprudenza di legittimità (ad es. nel noto caso "Caltagirone", deciso da Cass., civ., Sez. I, 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Giur. it.*, 1990, I, 713 ss. con nota di R. WEIGMANN) v. ad es. G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 58), 545 ss.; v. *infra*, par. 5, per la soluzione adottata al riguardo nel nuovo codice della crisi e dell'insolvenza.

zione e coordinamento, in via di fatto o su basi contrattuali, pur senza detenere azioni della società eterodiretta⁷⁵.

Secondo la dottrina prevalente, il contratto di dominio di natura c.d. “forte”⁷⁶, di matrice tedesca (che dà luogo al *Vertragkonzern*)⁷⁷, non sarebbe legittimo nel nostro ordinamento⁷⁸, perché determinerebbe l’alienazione delle prerogative gestorie che la legge pone, con norma considerata imperativa, in capo agli amministratori⁷⁹; mentre sarebbe ammissibile un contratto di dominio c.d. “debole” (definito talora “di collegamento”)⁸⁰, in virtù del quale un soggetto esterno al capitale potrebbe esercitare un’attività di direzione e coordinamento in forza di un accordo contrattuale⁸¹, purché non sia pregiudicata in radice l’autonomia gestoria degli amministratori delle società eterodirette⁸² e l’attività di direzione resti improntata, in senso sostanziale, al rispetto delle regole di buona fede e di “*corretta gestione societaria e imprenditoriale*”⁸³.

5. Controllo, gruppo e attività di direzione e coordinamento nel nuovo codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza (cenni).

Colmando quella che era considerata una grave lacuna dell’ordinamento con-

⁷⁵ Si pensi ad es. all’attività di direzione e coordinamento esercitata da una persona fisica che detenga la partecipazione di maggior rilievo in una società posta al vertice di una piramide societaria, attraverso la quale “controlli” solo indirettamente una o più società a valle, anche senza detenerne azioni.

⁷⁶ Ossia il contratto che, per suo stesso oggetto, attribuisca un’incondizionata influenza dominante al soggetto cui viene delegata la direzione e il coordinamento, anche in assenza di qualsivoglia partecipazione o relazione commerciale.

⁷⁷ Sul punto si veda ad es. G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 253 ss.

⁷⁸ Così, ad es., V. CARIELLO, *Commento art. 2497-sexies*, in *Codice civile commentato*, a cura di G. ALPA, V. MARICONDA, Milano, Ipsoa, 2005, 1840; in senso diverso v. invece P. MONTALENTI, (nt. 63), in partic. le conclusioni.

⁷⁹ Per tutti v. F. D’ALESSANDRO, *Il diritto delle società dai “battelli del Reno” alle navi vichinghe*, in *Foro it.*, 1998, V, 48 ss.

⁸⁰ U. TOMBARI, *Il gruppo di società*, Torino, Giappichelli, 1997, 279.

⁸¹ E tuttavia non sarebbe agevole, in tal caso, distinguere la relazione societaria determinata dal contratto di dominio da quella rilevante ai fini del “controllo esterno” ex art. 2359, primo comma, n. 3, c.c.

⁸² Secondo la celebre tesi di Ariberto Mignoli, queste sarebbero così ridotte a una sorta di “sovranità limitata” (ma non assente): così A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. impr.*, 1986, 729 ss. (per il gruppo “cooperativo paritetico” si veda invece quanto previsto dall’art. 2545-septies c.c.).

⁸³ Sul punto, anche per la valorizzazione del binomio, v. in particolare G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 58), 527 ss.; per una rilettura d’insieme della disciplina e delle prassi applicative a vent’anni dalla riforma v. ora C. ANGELICI, (nt. 35), 951 ss.

corsuale⁸⁴, il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza reca oggi una disciplina specifica sulla regolazione della crisi o insolvenza “dei gruppi di imprese” (Titolo VI, artt. 284 ss.) e sulla gestione della crisi di “imprese appartenenti ad un gruppo” (art. 289)⁸⁵. A questi fini, esso detta anche una definizione di “gruppo” (“di imprese”: art. 2, primo comma, lett. h), ricavata da quella sottesa all'art. 2497 c.c.⁸⁶, come “insieme delle società, delle imprese e degli enti, esclusi lo Stato e gli enti territoriali, che, ai sensi degli articoli 2497 e 2545-septies del codice civile, esercitano o sono sottoposti alla direzione e coordinamento di una società, di un ente o di una persona fisica”; con la precisazione, che richiama (con qualche differenza) quella dell'art. 2497-sexies c.c., che “si presume, salvo prova contraria, che l'attività di direzione e coordinamento delle società del gruppo sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci oppure dalla società o ente che le controlla, direttamente o indirettamente, anche nei casi di controllo congiunto”.

Il nuovo codice della crisi consente pertanto (di fare oggi quello che non era possibile nel regime della vecchia legge fallimentare, ossia) di affrontare una situazione di crisi “di gruppo” con uno strumento unitario e nell'ambito di un unico procedimento di regolazione.

Si richiede, a monte, una decisione (che si manifesta come esercizio dell'attività di direzione e coordinamento)⁸⁷ in ordine alla tempestiva individuazione dello strumento di regolazione che appaia più opportuno ai fini della conservazione della continuità aziendale⁸⁸ dell'impresa di gruppo (anche parziale, se del ca-

⁸⁴ Stigmatizzata ad es. da A. NIGRO, *Il “diritto societario della crisi”: nuovi orizzonti?*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali*, Scritti in ricordo di M. Sandulli, Torino, Giappichelli, 2019, 492 ss. (ivi 501).

⁸⁵ Le due fattispecie sono ben distinte ad es. da N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa*, (nt. 8), in partic. 165 ss.

⁸⁶ Lo mette in luce, illustrandone anche la genesi e la giustificazione logica, G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 20), 669 ss. Pur rilevando la possibile frizione tra i due corpi normativi, ne valorizza le differenze in chiave evolutiva G.B. PORTALE, (nt. 16), 1151; così anche, P. MARCHETTI, (nt. 20), 1415 e 1420 ss., in un iter logico che, pur a più limitati fini, appare coerente con quello qui proposto: v. *infra*, par. 10.

⁸⁷ Cfr. ancora P. MARCHETTI, (nt. 20), 1421 ss.; in senso analogo v. anche D. GALLETTI, *La gestione della crisi attraverso la direzione e coordinamento: appunti sulle compensazioni “concordatarie” infragruppo per la ricostruzione del sistema*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 639 ss.

⁸⁸ Ad avviso di chi scrive, valore cardine della regolazione della crisi d'impresa dopo il recepimento della direttiva 1023/2019 sui quadri di ristrutturazione preventiva, quando si accerti che la continuità non sia distorsiva del corretto funzionamento del mercato (v. sul punto *Dalla legge fallimentare alla Direttiva Insolvency*, (nt. 21), in partic. 517 ss.); v. anche, autorevolmente, A. MAFFEI ALBERTI, *Crisi dell'impresa e continuazione dell'attività*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 29 gennaio 2022, che evidenzia l'incerta trasposizione del principio nel codice della crisi novellato: ID., *L'interesse dei creditori e la continuazione dell'attività nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: un'analisi trasversale*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 30 marzo 2023. La preminenza accordata alla

so), tra i vari all'uopo predisposti⁸⁹ dal nuovo codice e di intensità variabile, quanto al rapporto tra negozialità e giurisdizione⁹⁰, ove se ne dimostri la convenienza anche nell'interesse dei creditori e dell'economicità di gestione della procedura.

L'approccio del nuovo codice alla regolazione unitaria della crisi di gruppo resta in ogni caso prudente e improntato, sul piano sostanziale, al (tendenziale) rispetto del principio di separazione delle masse patrimoniali⁹¹.

Oltre a ciò, il codice prevede che l'appartenenza di un'impresa a un gruppo, anche quando la situazione di crisi non sia trattata in modo unitario, costituisca in ogni caso elemento cui dare necessaria evidenza ai fini della più trasparente gestione della sua vicenda di crisi, a beneficio dei suoi creditori e degli organi preposti alla sua regolazione⁹².

continuità aziendale dell'impresa in crisi e alla salvaguardia, ove possibile, della sua organizzazione produttiva in tutti i casi in cui il "risanamento" appaia ragionevolmente perseguibile è particolarmente evidente nell'istituto della composizione negoziata (si rinvia, per brevità a quanto argomentato in *La nuova "composizione negoziata" alla luce della direttiva "Insolvency". Linee evolutive (extracodicistiche) dell'ordinamento concorsuale italiano*, in *Dir. fall.*, 2022, I, p. 251 ss.), istituto cui l'impresa di gruppo può avere accesso in quanto tale (artt. 25 ss. c.c.i.). Per maggiori dettagli v. in particolare N. ABRIANI, G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi dei gruppi e composizione negoziata*, in *Diritto della crisi*, 23 dicembre 2021 e G. SCOGNAMIGLIO, *La gestione dei gruppi di imprese nella prospettiva del risanamento. Spunti dalla recente disciplina della "composizione negoziata della crisi"*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 6 maggio 2022 (e in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Torino, Giappichelli, 2022, 1941 ss.); P. MARCHETTI, (nt. 20), in partic. 1423-4).

⁸⁹ Un'ampia disamina in L. PANZANI, (nt. 61), in partic. 1333 ss., ove anche il rilievo della priorità accordata alla tutela della continuità aziendale.

⁹⁰ È notazione comune: cfr. per tutti S. AMBROSINI, *Evoluzione della disciplina della crisi d'impresa: dalla legge fallimentare al codice della crisi (attraverso la Direttiva UE del 2019 e l'emergenza epidemiologica)*, in *Diritto della crisi e dell'insolvenza*, a cura di S. PACCHI, S. AMBROSINI, II ed., Bologna, Zanichelli, 2022, 1 ss. (e ivi, in partic., 27); per un'analisi dei vari strumenti e delle loro diverse caratteristiche in termini di negozialità e giurisdizionalità v. i volumi collettanei *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, Zanichelli, 2022 e *Le soluzioni negoziate della crisi d'impresa*, a cura dello stesso S. AMBROSINI, Torino, Giappichelli, 2021.

⁹¹ Cfr. sul punto le condivisibili osservazioni di M. CALLEGARI, *Il "gruppo" nel Codice della Crisi: alla ricerca della definizione che... non c'è*, in *Le crisi d'impresa e del consumatore dopo il d.l. 118/2021. Liber amicorum per Alberto Jorio*, a cura di S. AMBROSINI, Bologna, Zanichelli, 2021, 776 ss. (ivi, 782); sia consentito anche il rinvio a *La direzione unitaria nella crisi di gruppo e i trasferimenti interni nelle operazioni riorganizzative a tutela della continuità aziendale*, in *Dir. fall.*, 2024, I, 295 ss.; cfr. anche, diffusamente, M. MIOLA, (nt. 61), 627 ss. e D. GALLETTI, (nt. 87), 639 ss.

⁹² Per una analisi di maggior dettaglio si rinvia, in particolare a G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 20); N. ABRIANI, *La disciplina dei gruppi di imprese nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Diritto della crisi*, 10 novembre 2022; ID., *La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 391 ss.; L. PANZANI, (nt. 61); N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa*, (nt. 8), 7 ss. e 153 ss.

Se tempi e modi per affrontare la situazione di crisi dell'impresa di gruppo deriveranno normalmente da una valutazione apicale, una volta avviata la fase concorsuale la prosecuzione della direzione unitaria dipenderà invece dal tipo e dalla natura dello strumento di regolazione della crisi prescelto, posto che solo in alcuni tipi di procedure il debitore conserva la gestione dell'impresa sotto la sorveglianza degli organi nominati dal tribunale (secondo il modello anglosassone del *Debtor In Possession* – DIP), sia pur nella diversa logica del perseguimento degli obiettivi imposti dal tipo di procedura in cui la gestione della crisi sia stata avviata; in altri casi essendo previsto invece lo spossessamento (secondo il modello che era prevalente nella legge fallimentare) e l'affidamento della gestione liquidatoria direttamente agli organi di procedura⁹³.

Mette qui conto evidenziare che la disciplina della crisi dell'impresa di gruppo e dell'impresa appartenente a un gruppo risulta primariamente costruita – anche in termini classificatori – in senso oggettivo e con espresso riferimento all'*impresa*, piuttosto che in punto di relazioni “tra società” (tanto che la definizione dell'art. 2 c.c.i. è, significativamente, quella di “*gruppo di imprese*” e il Capo III, artt. 289 ss., è rubricato “*strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza ... di imprese appartenenti ad un gruppo*”)⁹⁴; che la sottoposizione a una comune attività di direzione e coordinamento quale presupposto della fattispecie “gruppo” (ai fini dell'applicazione di uno strumento di regolazione che ad esso dia opportuna evidenza) sembra giustificarsi non solo per la (sostanziale) continuità con la definizione societaria, ma anche perché, in questo caso, poco senso avrebbe la trattazione unitaria della crisi se non vi fosse anche una “cabina di regia unica” che la governasse e con cui gli organi della procedura potessero proficuamente confrontarsi⁹⁵; che l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento sulle società del

⁹³ Sul punto v. ad es. N. ABRIANI, *Holding e continuità aziendale nelle procedure di regolazione della crisi dei gruppi*, in *Dirittodellacrisi.it* del 25 marzo 2021 e G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 88).

⁹⁴ Benché il termine “impresa” non sia definito nel codice della crisi, sembra palese che esso si riferisca all'impresa obiettivamente considerata (quale ne sia l'organizzazione sotto il profilo societario), piuttosto che, in senso soggettivo, all'impresa individuale; la stessa definizione di “*gruppo di imprese*” lo rende del resto evidente, precisando che questo sia “*l'insieme delle società, delle imprese e degli enti ... che, ai sensi degli articoli 2497 e 2545-septies del codice civile, esercitano o sono sottoposti alla direzione e coordinamento di una società, di un ente o di una persona fisica*” e, poco appresso, che “*a tal fine si presume, fino a prova contraria, che l'attività di direzione e coordinamento delle società del gruppo sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci oppure dalla società che le controlla, direttamente o indirettamente, anche in caso di controllo congiunto*”). Allo stesso modo, letta in senso soggettivo, non avrebbe alcun senso la definizione di “*gruppi di imprese di rilevante dimensione*” recata poco appresso dalla lettera i) del medesimo art. 2, quali “*gruppi di imprese composte da un'impresa madre e imprese figlie da includere nel bilancio consolidato...*” che rispettino alcuni criteri dimensionali precisati dall'art. 3 della direttiva 213/34/UE in materia di bilanci consolidati.

⁹⁵ La diversa finalità cui risponde in questo caso la disciplina (rispetto a quella dell'art. 2497 c.c.) è ben messa in luce ad es. da A. NIGRO, *I gruppi nel Codice della crisi di impresa e dell'in-*

gruppo pare qui assumere profili di doverosità⁹⁶ al cospetto della situazione di crisi almeno quanto alla tempestiva assunzione di tutte le iniziative idonee a garantire che essa non si propaghi in maniera incontrollabile verso società ancora “sane” o in modi tali da mettere a repentaglio la continuità aziendale dell’impresa di gruppo⁹⁷; che ai fini della gestione della crisi vengono enfatizzate le competenze dell’organo gestorio anche per l’assunzione di determinazioni che sarebbero (e nel codice civile sono) riservate invece all’assemblea⁹⁸; che la nozione di gruppo dettata dal nuovo codice della crisi sembra ampliare quella dell’art. 2497 c.c., ricomprendendo espressamente la direzione e coordinamento esercitata da una persona fisica⁹⁹ nonché la situazione di “controllo congiunto”, anche in via indiretta¹⁰⁰; che il fenomeno preso in considerazione dal codice delle crisi non è (più) solo quello del gruppo costruito (come nel codice civile) in termini di “relazioni tra società” e forse, a ben vedere, neppure quello “dell’unica impresa” ad esso sotteso (nella sua articolazione organizzativa plurisocietaria), ma quello – invero di non agevole lettura e decodifica, nella dialettica “unità/pluralità”¹⁰¹ – del “gruppo di imprese”.

solvenza: notazioni generali, in *I gruppi nel Codice della crisi*, a cura di D. VATTERMOLI, Pisa, 2020, 17 ss. nonché da M. CALLEGARI, (nt. 91), 784.

⁹⁶ Di questo avviso in particolare P. MARCHETTI, (nt. 20), 1415; di doverosità dell’attività di direzione e coordinamento per affrontare la crisi di gruppo che ne minacci la continuità aziendale parla anche M. MIOLA, (nt. 61), in partic. 643 ss.

⁹⁷ Sul punto, in modo assai chiaro, v. ad es. G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 88), 4.

⁹⁸ Per tutti, sul punto, v. ancora G.B. PORTALE, (nt. 16), 1150, che parla di “esautoramento ... dell’assemblea nella predisposizione degli strumenti di regolazione della crisi”; v. anche L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 295 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l’accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Riv. soc.*, 2022, 1254 ss. e, da diversa angolazione, F. GUERRERA, *L’espansione di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative*, *ivi*, 1271 ss.

⁹⁹ Come osservato ad es. da P. MARCHETTI, (nt. 20), 1422, che richiama sul punto, in senso conforme, anche L. PANZANI, (nt. 61), 1332.

¹⁰⁰ Lo evidenziano P. MARCHETTI, (nt. 20), 1422 e G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 20), 682 ss., che rileva però in senso critico che la realtà presenta esempi assai differenziati di “organizzazione di gruppo” e che la nozione di “gruppo assoggettato a una direzione unitaria” assunto quale parametro nel nuovo codice sembra ben attagliarsi alla situazione dei gruppi c.d. “virtuosi” (nei quali l’attività di direzione e coordinamento è esercitata in modo trasparente e nel rispetto delle condizioni di legittimità stabilite dal codice civile) e molto meno, invece, a quelli (definiti “confusi”) nei quali vi sia invece confusione di patrimoni e organizzazioni e opacità di gestione e rilevazione contabile.

¹⁰¹ Cfr. in particolare F. D’ALESSANDRO, *Prefazione. Gruppi, codice della crisi e incroci coesistenti*, in *I gruppi nel Codice della crisi*, (nt. 95), 9 ss.; v. anche M. CALLEGARI, (nt. 91), 785, la quale si chiede se la disciplina recata dal nuovo codice, quale “più recente frammento della regolamentazione dell’organizzazione di gruppo, ... offra elementi di completamento ovvero di disarticolazione e, quindi, se vada a colmare spazi vuoti o ne renda invece più evidenti le lacune” (*ivi*, 777 e 781); v. anche R. PENNISI, *Considerazioni sul gruppo di imprese nel nuovo codice della crisi*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*, 1/2024. Per maggiori dettagli, anche quanto al modo di intendere e

6. Il concetto di “controllo” nel t.u.b.

È assai interessante verificare ora come tali relazioni siano disciplinate in ambito bancario.

Pur svolgendosi ormai in regime concorrenziale, l'attività bancaria resta comunque incisivamente regolamentata, anche in virtù dei risvolti d'interesse collettivo che ne connotano l'esercizio¹⁰²; in questo senso, uno dei tasselli della vigilanza *prudenziale* (cui è sottoposta l'attività) del “gruppo bancario” è che l'acquisizione di quote di controllo (e di collegamento) su un'*impresa* bancaria è soggetta a preventiva autorizzazione nell'ambito della *common procedure* affidata all'Autorità nazionale competente (per il nostro Paese, la Banca d'Italia) e alla BCE¹⁰³.

La nozione di “controllo” rilevante ai fini della vigilanza sul gruppo bancario è costruita su quella dell'art. 2359 c.c.; esistono però rilevanti addizioni e specificità¹⁰⁴ da considerare.

In primo luogo la norma precisa che, a differenza di quanto stabilito nell'art. 2359 c.c., il controllo sussiste anche “*con riferimento a soggetti diversi dalle società*” (art. 23, primo comma, t.u.b.).

In secondo luogo il perimetro del rapporto di controllo è più ampio rispetto a quello codicistico: si ha qui “controllo” anche “*in presenza di contratti o di clausole statutarie che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare l'attività di direzione e coordinamento*” (art. 23, primo comma, t.u.b.), con la possibilità di costituire, su tale presupposto, gruppi bancari cooperativi (art. 37-bis t.u.b.). Ne discende una rilevante differenza rispetto al diritto societario comune (nel quale la direzione e il coordinamento non richiede che vi sia anche una relazione di controllo).

Anche in questo ambito vengono indicate alcune ipotesi tipiche, al ricorrere delle quali, e salva la prova contraria, l'esistenza di una relazione di controllo viene presunta (art. 23, secondo comma, t.u.b.)¹⁰⁵. Di particolare interesse appaiono,

valutare il criterio dei vantaggi compensativi nell'ambito di una procedura di regolazione della crisi di gruppo, oltre alla consultazione dei saggi raccolti nel volume collettaneo appena citato, v. *La direzione unitaria della crisi di gruppo e i trasferimenti interni nelle operazioni riorganizzative a tutela della continuità aziendale*, (nt. 91), ove ulteriori indicazioni bibliografiche.

¹⁰² Cfr. per tutti P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario. vol. I: Parte generale*, III ed., Torino, Giappichelli, 2012, 73 ss; v. ora anche G. FAUCEGLIA, voce *Art. 10. Attività bancaria*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, II ed., Torino, Giappichelli, 2024, 79 ss., che evidenzia al riguardo la persistenza del potere amministrativo di “autorizzazione” all'esercizio dell'attività.

¹⁰³ Così dispone l'art. 19 t.u.b.

¹⁰⁴ Lo afferma anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 15), 704 ss., sottolineando l'importanza della nozione di “gruppo bancario” recata dal t.u.b. quale formante per l'inquadramento concettuale di una disciplina dei gruppi di diritto comune.

¹⁰⁵ Si riporta il testo della norma: “2. Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

sul piano ricostruttivo, la disposizione di cui al n. 1, che presume il controllo quando anche “sulla base di accordi”, vi sia “il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”; il riferimento, in particolare nella lett. b), del n. 3, al profilo oggettivo e a-formale della gestione dell’“impresa” secondo uno scopo comune ad “altre imprese”; la considerazione, ai fini della valutazione dell’assoggettamento “a direzione comune”, della “composizione degli organi amministrativi” o di “altri concordanti elementi”, secondo la previsione (in sostanza aperta) del n. 4. Sono inoltre espressamente contemplate ipotesi di controllo interno di fatto derivante da sindacati di voto¹⁰⁶.

La nozione di gruppo rilevante ai fini prudenziali si estende anche alle “partecipazioni indirette”¹⁰⁷, con locuzione che però suggerisce che, come nel diritto societario comune, il controllo *indiretto esterno* (negoziale) non vi sia ricompreso; inoltre la Banca d’Italia ha chiarito che “non si considerano indirettamente controllate o sottoposte a influenza notevole le società e imprese partecipate da entità a loro volta sottoposte a controllo congiunto”¹⁰⁸ (anche qui si noti il riferi-

1) *esistenza di un soggetto che, sulla base di accordi, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli articoli 2364 e 2364-bis del codice civile;*

2) *possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza;*

3) *sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario ed organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:*

a) *la trasmissione degli utili o delle perdite;*

b) *il coordinamento della gestione dell’impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;*

c) *l’attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle partecipazioni possedute;*

d) *l’attribuzione, a soggetti diversi da quelli legittimati in base alla titolarità delle partecipazioni, di poteri nella scelta degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza o dei dirigenti delle imprese;*

4) *assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi”.*

¹⁰⁶ Tanto anche in virtù del potere di intervento *ex post* attribuito alla Banca d’Italia sui patti di voto stipulati anche in assenza di acquisti o indipendentemente da questi (art. 20, secondo comma, t.u.b.), nonché della previsione secondo cui la Banca d’Italia è chiamata a disciplinare le “ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal titolare della partecipazione” (art. 20, terzo comma, t.u.b.).

¹⁰⁷ Secondo il disposto dell’art. 22, primo comma, t.u.b.: “Ai fini dell’applicazione dei capi III [n.d.r.: regime di autorizzazione preventiva] e IV [n.d.r.: regime di incompatibilità; requisiti c.d. *fit and proper* dei soci e degli amministratori] del presente Titolo si considerano anche le partecipazioni acquisite o comunque possedute per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona”.

¹⁰⁸ Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, recante “Disposizioni di vigilanza per le banche”, III. 1.5, 40° aggiornamento, art. 3: ne viene che ai sensi del t.u.b. non sarebbe da considerarsi (indirettamente) “controllata” una società (o impresa) le cui partecipazioni siano detenute da altra

mento al profilo obiettivo e sostanziale dell'impresa, quale termine di verifica finale del controllo). Ai fini prudenziali, anche gli “*acquisti di concerto*” (art. 22-bis, primo comma t.u.b.)¹⁰⁹, che sono suscettibili di determinare una situazione di “controllo congiunto”, sono considerati rilevanti ove comportino la possibilità di esercitare “*un'influenza notevole*”. Anche in questo caso, l'espressione “*acquisti*” induce a ritenere che le fattispecie di controllo congiunto *esterno* (contrattuale) non siano ricomprese nel perimetro della previsione regolamentare.

Ulteriori precisazioni vengono dettate in punto di partecipazioni societarie. Esulano infatti dai confini della vigilanza prudenziale¹¹⁰: i) le operazioni di acquisto di azioni che comportino l'obbligo di rivendita a una data certa e a un prezzo definito (operazioni pronti contro termine); ii) il mero possesso di azioni a titolo di pegno disgiunto dalla titolarità del diritto di voto; iii) le interessenze detenute in veicoli costituiti in Italia o all'estero al solo scopo di dare veste societaria a singole operazioni di raccolta o impiego e destinati a essere liquidati, una volta conclusa l'operazione¹¹¹. Correlativamente, per calcolare le soglie rilevanti delle “partecipazioni qualificate”¹¹², non si considerano le interessenze detenute temporaneamente, a fini di mera negoziazione e comunque quelle che non presentano una rilevante incidenza gestionale¹¹³.

In attuazione dell'art. 79, § 2 del regolamento UE n. 575/2013¹¹⁴, la Banca d'Italia ha inoltre previsto che “*l'acquisizione di partecipazioni dirette e indirette in imprese in temporanea difficoltà finanziaria, mediante conversione dei crediti e al fine di consentirne il riequilibrio, deve essere valutata con estrema cautela per la complessità e l'elevato grado di incertezza che caratterizzano tali operazioni*”; a tal fine, “*le partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria [...] non sono computate nei limiti di concentrazione e complessivo per le partecipazioni qualificate detenibili in imprese non finanziarie, per un periodo corrispondente alla durata del piano e di norma non superiore a cinque anni*”¹¹⁵. Anche in questo caso, si predilige il riferimento – obiettivo, a-formale e sostanziali-

società (o impresa) sottoposta a un controllo congiunto (di altre società o imprese: controllo congiunto indiretto).

¹⁰⁹ Cfr. ad es. F. MAIMERI, M. ALBANO, voce *Art. 22-bis. Persone che agiscono di concerto* e voce *Art. 23. Nozione di controllo*, in C. COSTA, A. MIRONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, (nt. 102), 188 ss.

¹¹⁰ Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013, cit., art. 3.

¹¹¹ Le limitazioni dell'oggetto sociale, delle possibilità operative e della capacità di indebitamento devono risultare dalla disciplina contrattuale e statutaria del veicolo.

¹¹² Tali ai sensi dell'art. 4, § 1, punto 36 reg. UE n. 575/2013 e s.m.i. (c.d. CRR III).

¹¹³ Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013, cit., *ibidem*.

¹¹⁴ C.d. “CRR – Capital Requirements Regulation”, sui requisiti prudenziali degli enti creditizi.

¹¹⁵ Cfr. circolare n. 285/2013 cit., IV, par. 2. Per gli intermediari finanziari, cfr., in modo speculare, la circolare n. 288 del 3 aprile 2015, I.3.12, 3° aggiornamento, art. 3.

stico – all’impresa, in luogo di quello alla sua manifestazione in chiave soggettiva/societaria¹¹⁶.

7. Segue: il “gruppo bancario” e l’interesse “di gruppo” in ambito bancario.

Il “gruppo bancario” presenta elementi di specialità rispetto al gruppo societario comune innanzitutto perché, oltre a essere oggetto di una peculiare disciplina normativa, risulta avere, a fini prudenziali, un diverso perimetro, prendendo in considerazione solo i legami (di controllo e/o collegamento) tra “*imprese bancarie, finanziarie e strumentali*” (art. 60, primo comma, t.u.b.)¹¹⁷.

Vi sono però anche differenze di tipo “qualitativo”. La nozione di gruppo bancario costituisce infatti il presupposto per l’esercizio della “*vigilanza su base consolidata*”, attraverso l’individuazione di una “*capogruppo*”, chiamata a esercitare l’attività di direzione e coordinamento¹¹⁸ e a svolgere il delicato ruolo di “cerniera” tra le autorità di vigilanza (a seconda dei casi, Banca d’Italia e/o BCE) e le imprese controllate facenti parte del gruppo bancario¹¹⁹.

Anzi, ai sensi del comma 4 dell’art. 61, “*la capogruppo emana disposizioni alle componenti del gruppo per assicurare il rispetto e l’esecuzione dei provvedimenti di carattere generale e particolare impartiti dalla Banca d’Italia nell’interesse della stabilità del gruppo. Gli amministratori delle società del gruppo sono tenuti a fornire ogni dato e informazione per l’emanazione delle disposizioni e*

¹¹⁶ A meno di non voler intendere il riferimento in senso soggettivo e letterale, ossia a “partecipazioni qualificate” in “imprese individuali”, il che, oltre a essere tecnicamente erraneo, mi pare implausibile in ambito bancario. Ulteriori e più granulari disposizioni in tema di controllo (e gruppo bancario ai fini dell’individuazione del corretto perimetro di consolidamento dei conti) sono dettate dal c.d. IRFS 10 (*International Financial Reporting Standards*), ad es. quanto al rilievo dei c.d. *business covenants* e degli SFP (Strumenti Finanziari Partecipativi): si veda in particolare M.L. PASADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi IAS/IFRS e diritto societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 201 ss. (che raggiunge conclusioni non dissimili da quelle tratteggiate nel presente lavoro, anche quanto alle ricadute di tale impostazione – obiettiva e sostanzialistica – sul concetto di controllo e di gruppo nel diritto comune).

¹¹⁷ Si veda in particolare P. FERRO-LUZZI, P. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d’Italia*, n. 31, Roma, 1993 e per un inquadramento storico ancora P. FERRO-LUZZI, (nt. 102), 74 ss.; più di recente R. PENNISI, voce *Gruppo bancario*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, (nt. 102), 763 ss.

¹¹⁸ Art. 61, primo comma: “*la capogruppo esercita le funzioni di direzione e coordinamento del gruppo bancario, assicurando, tra l’altro, il rispetto delle norme che disciplinano l’attività bancaria su base consolidata*”). Controllo e attività di direzione e coordinamento vengono quindi a sovrapporsi in modo necessario.

¹¹⁹ Cfr. F. CHEVALLARD, *Direzione e coordinamento della capogruppo bancaria tra crisi finanziaria e Unione Bancaria*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 96 ss. e R. PENNISI, (nt. 117), 765 ss.

la necessaria collaborazione per il rispetto delle norme sulla vigilanza su base consolidata”¹²⁰.

Alla doverosità (della direzione unitaria per la capogruppo) sul piano attivo corrisponde dunque l'obbligatorietà, sul piano passivo, per gli amministratori delle controllate, di rispettarne le indicazioni (per tutte le società e imprese del gruppo bancario) quando l'attività abbia ad oggetto direttive e indicazioni concernenti materie rilevanti ai fini della stabilità¹²¹; con la conseguenza che la mancata esecuzione delle istruzioni di gruppo legittimamente impartite integra, in questo caso, una giusta causa di revoca degli amministratori della controllata¹²².

La nozione di gruppo bancario rilevante “a fini prudenziali” non assorbe però quella “ordinaria” da codice civile (né la relativa disciplina): pertanto l'istituto bancario, oltre ad avere il *dovere* di indirizzare le controllate dove richiesto dalla disciplina prudenziale, avrà altresì la *facoltà* di esercitare l'attività di direzione e coordinamento sulla gestione complessiva degli affari di gruppo secondo le disposizioni e le responsabilità comuni di cui al codice civile¹²³. In questo caso, il margine d'intervento della capogruppo bancaria sarà tuttavia condizionato dall'esigenza, imposta dalla normativa prudenziale, di non alterare la stabilità finanziaria delle controllate; il che colora di particolari sfumature le relazioni interne al gruppo bancario. Emerge così anche un tratto differenziale per il c.d. “interesse di gruppo”¹²⁴, perché in ambito bancario la capogruppo – onerata all'esercizio

¹²⁰ Si rammenta che la capogruppo è incaricata tra l'altro di determinare il capitale adeguato all'intero gruppo (criterio dell'adeguatezza patrimoniale secondo la direttiva 2013/36/UE, c.d. CRD IV); al fine di verificare la rispondenza dei comportamenti delle società appartenenti al gruppo alle direttive impartite, la capogruppo è inoltre tenuta ad attivarsi affinché la funzione di revisione interna a livello consolidato effettui periodicamente verifiche sulle componenti del gruppo.

¹²¹ Così anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 15), 705 ss.; sottolinea la “specialità” della soluzione adottata dal t.u.b., per ragioni intrinseche all'ordinamento bancario (e, in quanto tali, non suscettibili di essere applicate in altri contesti) ad es. G. MINERVINI, *I poteri della capogruppo nei gruppi bancari polifunzionali*, in *Studi in memoria di F. Piga*, vol. II, Milano, Giuffrè, 1992, 1551 ss.; considerano invece il modello normativo del gruppo bancario delineato dal t.u.b. pienamente esportabile nel diritto societario comune P. FERRO-LUZZI, P. MARCHETTI, (nt. 117), 32 ss. e 44 ss. e B. LIBONATI, *Responsabilità nel e del gruppo (responsabilità della capogruppo, degli amministratori, delle varie società)*, in *I gruppi di società, Atti del Convegno internazionale di Venezia*, (nt. 15), vol. II, 1489 ss.

¹²² In questi termini Trib. Cagliari, 14 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, con nota di R. RIVARO.

¹²³ L'attività di direzione e coordinamento “ordinaria” delle società del gruppo bancario sarebbe quindi solo facoltativa e resterebbe regolata dalla disciplina del codice civile: in questo senso v. ad es. M. LAMANDINI, (nt. 68), 688, che pur mette in luce le difficoltà di questa relazione evidenziando la “straordinaria complessità del processo di componimento di tutti i tasselli normativi – di diritto societario generale e di diritto bancario – dell'affascinante mosaico del diritto bancario dell'Unione”.

¹²⁴ Concetto tuttavia non chiaramente identificato né universalmente accettato in ambito civilistico, nonostante l'autorevole tesi espressa in particolare da A. MIGNOLI, (nt. 82), 729 ss.; per maggiori dettagli cfr. ad es., da ultimo, L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *The Case Against a Special Regime for Intragroup Transactions*, in (24) *EBOR*, 2023, 471 ss.; scettica al riguardo anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 256 ss.

dell'attività di direzione e coordinamento al fine di assicurare la stabilità e il corretto esercizio dell'attività bancaria e finanziaria da parte di tutte le società del gruppo – sembra avere uno spazio di manovra più limitato, non potendo comprimere gli obiettivi di crescita della controllata in modo tale da metterne a rischio la stabilità economico-finanziaria. In conseguenza, nel gruppo bancario l'interpretazione dell'interesse di gruppo e dei vantaggi compensativi sarà, di regola, più rigorosa, non essendo possibile compromettere lo sviluppo sostenibile della controllata, neppure per conseguire nell'immediato un'utilità più elevata a livello complessivo¹²⁵.

Una conferma in questo senso sembra venire anche dalle disposizioni in punto di accordi di assistenza finanziaria infragruppo: all'art. 69-*quaterdecies*, primo comma, t.u.b. si stabilisce infatti che occorre l'approvazione dell'assemblea straordinaria di ciascuna delle società che si propone di aderire all'accordo, unitamente a un parere predisposto dai componenti indipendenti dell'organo amministrativo che attesti l'interesse di ciascuna società ad aderirvi, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni¹²⁶.

¹²⁵ Così M. LAMANDINI, (nt. 68), 676 ss.; nello stesso senso v. anche R. SANTAGATA, "Coesione" ed autonomia nel gruppo bancario cooperativo, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 431 ss. e, pur con qualche diversa sfumatura, G. LEMME, *Amministrazione e controllo nella società bancaria*, Milano, Giuffrè, 2007.

¹²⁶ Interessanti, e di non piana soluzione, sono anche le questioni poste dalla direttiva 2014/59/UE (BRRD), che ha introdotto norme particolari per il sostegno finanziario intragruppo, nonché l'obbligo di predisporre (in una prospettiva prudenziale di prevenzione) piani di risanamento "di gruppo": ai sensi dell'art. 69-*quinquies* t.u.b. la capogruppo deve infatti dotarsi "di un piano di risanamento di gruppo che individua misure coordinate e coerenti da attuare per sé [e] per ogni società del gruppo", mentre il comma 3 precisa altresì che il piano deve essere "finalizzato a ripristinare l'equilibrio patrimoniale e finanziario del gruppo bancario nel suo complesso e delle singole banche che ne facciano parte". Si veda al riguardo M. LAMANDINI, (nt. 68), 669 ss., che sottolinea che gli accordi di finanziamento intragruppo possono interessare solo alcune delle società del gruppo bancario e non necessariamente sono bi-direzionali. Per ulteriori approfondimenti v. anche ID., *Gli accordi di sostegno finanziario nel gruppo bancario*, in *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi e implicazioni nei rapporti con la clientela*, a cura di V. TROIANO e G.M. UDA, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2018, 233 ss., nonché A. SACCO GINEVRI, *Il gruppo bancario nella direttiva BRRD*, *ivi*, 309 ss. Per un inquadramento della disciplina delle crisi bancarie, anche in relazione alle evoluzioni in atto nel trattamento della crisi delle imprese non bancarie, oltre ai saggi raccolti nel volume appena citato si v. anche il mio Interesse pubblico, concorrenza e concorsualità nella disciplina delle crisi bancarie, in *Studi in onore di Vincenzo Cerulli Irelli*, Giappichelli, Torino, 2021, 759 ss. (e, con lievi integrazioni e modifiche, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 119 ss.); tenta proficuamente di recuperare dalla disciplina relativa ai finanziamenti intragruppo del comparto bancario principi e coordinate di riferimento utili anche nella regolazione della crisi delle imprese non bancarie N. ABRIANI, Le responsabilità nelle crisi dei gruppi, in NDS, 2012, 93 ss. Per una prima applicazione di tali principi alla luce del nuovo codice della crisi e dell'insolvenza v. ancora ID., La crisi dei gruppi di imprese tra composizione negoziata e Codice della Crisi, (nt. 92), cui adde G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 20), 669 ss. e N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa*, (nt. 8), 153 ss.

Inoltre, il criterio “prudenziale” legato alla salvaguardia della stabilità prospettica impone che alla verifica dell’interesse si dia luogo *ex ante*, in senso prognostico, laddove il rimedio comune *ex* 2497 c.c. si colloca invece sul piano risarcitorio ed è attivabile dunque tipicamente *ex post*.

Di qui anche l’esigenza di realizzare, all’interno del gruppo bancario, un (per nulla agevole) contemperamento tra le regole settoriali e quelle di diritto comune¹²⁷. Nelle banche e società finanziarie e strumentali facenti parte di un gruppo bancario l’interesse sociale viene dunque ad assumere contorni assai marcati, con la conseguenza che né l’amministratore né il socio della banca o società da questa controllata possono essere portatori di interessi avulsi da quelli del gruppo¹²⁸. Il gruppo bancario si caratterizza inoltre per una struttura organizzativa fortemente integrata sul piano strategico, secondo un disegno imprenditoriale unitario che compete alla capogruppo individuare e realizzare, garantendo una forte coesione tra le varie strutture che lo compongono¹²⁹.

Poiché la capogruppo è chiamata anche ad assicurare il rispetto della regolazione prudenziale da parte di tutte le controllate facenti parte del medesimo gruppo bancario, il Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU) stabilisce che le sanzioni pecuniarie irrogabili in caso di violazioni possano raggiungere il 10% del fatturato annuo¹³⁰, precisando che “*se il soggetto vigilato che ha commesso la violazione appartiene a un gruppo vigilato, il fatturato complessivo annuo è il fatturato complessivo annuo determinato in base al bilancio consolidato annuale più recente disponibile del gruppo vigilato*”¹³¹.

In definitiva, la disciplina del gruppo bancario non dà luogo a una tipologia di aggregazione societaria incompatibile con l’articolazione di gruppo di diritto co-

¹²⁷ Cfr. ancora M. LAMANDINI, (nt. 68), 688 ss.

¹²⁸ V. R. SANTAGATA, (nt. 125), *ibidem*.

¹²⁹ Le imprese del gruppo bancario dovranno dunque improntare le reciproche relazioni a criteri di forte integrazione e accentramento: in argomento v. ad es. A. BLANDINI, *Direzione unitaria e responsabilità nei gruppi. Riflessioni a proposito del gruppo bancario*, Napoli, ESI, 2000 e M. LAMANDINI, (nt. 19), 50 ss.; in questa luce, secondo G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 15), 705, “il potere-dovere di emanare «disposizioni alle componenti del gruppo per l’esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d’Italia nell’interesse alla stabilità del gruppo» ... vincola gli amministratori delle diverse società che compongono il gruppo bancario a fornire ogni dato e informazione utile ai fini della emanazione delle disposizioni suddette ed a prestare la necessaria collaborazione per l’osservanza delle norme sulla vigilanza consolidata”.

¹³⁰ Art. 18, regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013.

¹³¹ Così art. 18, § 2, regolamento MVU; v. anche art. 128 regolamento Quadro, regolamento (UE) n. 468/2014 della Banca centrale europea, del 16 aprile 2014, che istituisce il quadro di cooperazione per il Meccanismo unico di vigilanza tra la BCE e le autorità nazionali designate (regolamento Quadro MVU, BCE/2014/17). Per una ricostruzione del sistema delle fonti normative e dei rapporti (e procedimenti) che ne discendono v. ad es. M. CAPPAL, *Le fonti del diritto della vigilanza prudenziale*, in *La funzione di vigilanza della Banca Centrale Europea. Poteri pubblici e sistema bancario*, a cura di A. BARONE, G. DRAGO, Roma, Luiss University Press, 2022, 45 ss.

mune; e tuttavia, nel dare rilievo al profilo obiettivo dell'attività esercitata, essa presenta tratti peculiari, prescrivendo, a fini prudenziali (e a differenza di quanto accade nel diritto societario), la doverosità dell'attività di direzione e coordinamento per la capogruppo e un livello di accentramento organizzativo e operativo particolarmente intenso al fine di garantire il rispetto degli obblighi di vigilanza cui tutte le società del gruppo bancario sono parimenti sottoposte¹³².

Ciò vale però a fini di tale disciplina e non anche per le società che, pur sottoposte al "controllo" della medesima capogruppo, svolgano attività diverse (da quella bancaria o finanziaria e dunque non rientrano nel relativo gruppo a fini prudenziali). All'indomani del definitivo superamento del dogma della separazione banca-industria ereditato dalla legge bancaria del 1936¹³³ resta infatti impregiudicata la facoltà del gruppo bancario di detenere partecipazioni anche in società non bancarie/finanziarie: semplicemente, tali partecipazioni non saranno incluse nel perimetro del "gruppo bancario" rilevante per il t.u.b.; allo stesso tempo si prescrive tuttavia che non possano essere detenute partecipazioni qualificate in imprese non finanziarie oltre le soglie indicate dall'art. 89, §§ 1 e 2 CRR III¹³⁴.

Disposizioni particolari sono poi dettate per il c.d. "*gruppo bancario cooperativo*" dall'art. 37-bis t.u.b.¹³⁵ (in parziale analogia con quanto stabilito nel diritto societario comune dall'art. 2545-septies). Si prevede però che la direzione e il coordinamento sul gruppo cooperativo sia oggetto di un "contratto di gruppo", il cui contenuto è minuziosamente predeterminato dalla normativa settoriale, tant'è che il contratto va trasmesso in via preventiva alla Banca d'Italia perché ne accerti la conformità al parametro normativo nonché la concreta idoneità a consentire la "*sana e prudente gestione del gruppo*"¹³⁶.

In conclusione, le nozioni di "gruppo bancario" e di "gruppo societario" non sono alternative ma, nel rispetto dei profili di specialità segnalati, complementari ai fini dell'applicazione cumulativa di diverse discipline tipiche.

¹³² Così M. LAMANDINI, (nt. 19), 50 ss. e G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 15), in partic. 705 ss.

¹³³ Per una puntuale ricostruzione storica v. ancora P. FERRO-LUZZI, (nt. 102), 74 ss.

¹³⁴ Regolamento (UE) n. 575/2013 (nt. 112).

¹³⁵ Per approfondimenti v. in particolare R. SANTAGATA, (nt. 125), 379 ss.

¹³⁶ Ulteriori notazioni in M. LAMANDINI, (nt. 68), 684 ss.; secondo G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 255, nt. 14, quello del gruppo bancario cooperativo rappresenterebbe un modello suscettibile di affermazione anche al di fuori del settore bancario, considerata la "funzione pionieristica ed anticipatrice (di soluzioni poi recepite dal diritto societario comune) che il diritto bancario ha già svolto con riferimento alla regolazione in generale dei gruppi". In argomento v. anche N. MICHIELI, *La nuova direzione e coordinamento del gruppo bancario di credito cooperativo alla luce della l. n. 49/2016*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 453 ss. e J. PAOLONI, *I contratti di coesione nel Gruppo Bancario Cooperativo. Brevi spunti comparatistici sul tema della validità, nell'ordinamento giuridico italiano, dei patti di dominazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, III, 839 ss.

8. La nozione di “controllo” nel diritto antitrust.

Altro ambito nel quale le nozioni di controllo e di gruppo hanno avuto una peculiare elaborazione – sul piano normativo, giurisprudenziale e di prassi applicativa – è il diritto antitrust.

La nozione di controllo rilevante in questa materia è, come noto, più ampia sia di quella civilistica che di quella dettata in ambito bancario¹³⁷. Rispetto alla definizione dell'art. 2359 c.c. la prospettiva appare anzi “rovesciata”, nel senso che è considerato rilevante il controllo non tanto “sulla società” e “della società”, quanto “sull’impresa” e “dell’impresa”, con qualunque mezzo ottenuto. Il controllo “sulla società” può essere normalmente il *mezzo* per acquisire il controllo “sull’impresa”, o parte di essa (quale ne sia l’organizzazione formale e societaria). Tuttavia questo non è necessario (né, peraltro, sufficiente): infatti, se il controllo sulla società (o della società) fa di norma presumere l’esistenza del controllo sull’impresa (o dell’impresa), si tratta in ogni caso di una presunzione solo relativa¹³⁸, potendo inferirsi un diverso apprezzamento del controllo sull’impresa (o dell’impresa) – elemento cui si assegna preminente rilevanza – da tutta una serie di (altri) fattori in concreto capaci di incidere sull’effettività del potere di indirizzo e gestione. Con l’ulteriore precisazione, derivante da norme unionali (vincolanti per l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e per il giudice nazionale anche in virtù del principio di interpretazione conforme sancito dall’art. 1, comma 4, della legge antitrust interna), che dove il diritto societario comune richiede, per integrare una relazione societaria di controllo, l’esercizio “effettivo” del potere di indirizzo (in particolare quanto al controllo esterno), in questo ambito, per verificare se vi sia stato un “cambio di controllo” (fattispecie normalmente rilevante ai fini dell’applicazione della disciplina sul controllo preventivo delle concentrazioni¹³⁹) è sufficiente la mera “possibilità” di esercitarlo¹⁴⁰ (ma v. anche quanto pre-

¹³⁷ Lo afferma la Comunicazione consolidata della Commissione europea sui criteri di competenza giurisdizionale a norma del regolamento (CE) n. 139/2004 del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese (2008/C 95/01) (“Comunicazione consolidata”), § 23.

¹³⁸ Su questa linea cfr. ad es., da ultimo, V. MELI, sub *Art. 7* (l. 287/90), in *Codice della concorrenza*, a cura di F. ARENA, R. CHIEPPA, Milano, 2023, 701.

¹³⁹ Per i più aggiornati orientamenti in materia cfr. da ultimo F. GHEZZI, M. MAGGIOLINO, *La nuova disciplina di controllo delle concentrazioni in Italia: alla ricerca di una convergenza con il diritto europeo*, in *Riv. soc.*, 2023, 32 ss.

¹⁴⁰ Lo stabilisce, in modo chiaro, la Comunicazione consolidata, § 16. Va osservato al riguardo che potrebbe aversi un “*potere di indirizzo*” sull’impresa anche in presenza di una partecipazione non di controllo (ai sensi dell’art. 2359 c.c.) o di legami esterni di carattere finanziario (che non realizzerebbero un “controllo esterno” ai sensi dell’art. 2359, primo comma, n. 3), ad es. quanto a fondi internazionali che, con le proprie decisioni di investimento (o di disinvestimento), sono in grado di condizionare, e spesso in modo anche assai incisivo, le scelte gestorie e strategiche delle società valutate: in argomento v. ad es. il recente studio di F. GHEZZI, *Investitori istituzionali, governance e*

cisato *infra* al par. 9 in ordine alla valutazione che occorre compiere ai fini dell'iscrizione di una responsabilità parentale per illecito antitrust).

Ferme queste premesse¹⁴¹, ai sensi dell'art. 7, primo comma, l. n. 287/1990, che sul punto rispecchia l'art. 3, § 2 dello *European Union Merger Control Regulation* (EUMCR)¹⁴², “*si ha controllo nei casi contemplati dall'articolo 2359 del codice civile ed inoltre in presenza di diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono, da soli o congiuntamente, e tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto, la possibilità di esercitare un'influenza determinante sulle attività di un'impresa, anche attraverso: (a) diritti di proprietà o di godimento sulla totalità o su parti del patrimonio di un'impresa; (b) diritti, contratti o altri rapporti giuridici che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa*”.

Ai sensi del comma 2 dell'art. 7, specularmente all'art. 3, § 3 EUMCR, “*il controllo è acquisito dalla persona o dalla impresa o dal gruppo di persone o di imprese: a) che siano titolari dei diritti o beneficiari dei contratti o soggetti degli altri rapporti giuridici suddetti; b) che, pur non essendo titolari di tali diritti o beneficiari di tali contratti o soggetti di tali rapporti giuridici, abbiano il potere di esercitare i diritti che ne derivano*”.

Più in dettaglio, e similmente a quanto previsto nella disciplina prudenziale in ambito bancario, il controllo congiunto è qui espressamente considerato come rilevante in modo assai più netto di quanto avviene in sede civilistica¹⁴³.

I confini interni della nozione di controllo congiunto rilevante in ambito antitrust sono stati tracciati soprattutto in riferimento alle cc.dd. imprese comuni (*joint ventures*)¹⁴⁴. Al riguardo si è chiarito che (diversamente da quanto accade

tutela della concorrenza, relazione presentata al Convegno di Venezia del 10-11 novembre 2023 per i settant'anni della *Rivista delle Società*, in corso di pubblicazione negli atti del Convegno.

¹⁴¹ Per una disamina più approfondita si fa rinvio agli studi monografici di M. LAMANDINI, (nt. 2), ivi in partic. 28 ss., 83 ss. e 103 ss. e M. NOTARI, (nt. 9), ivi in partic., 55 ss., 96 ss., 119 ss., 227 ss., con le precisazioni qui aggiunte in relazione alle fonti normative e di *soft law* sopravvenute e al successivo sviluppo giurisprudenziale.

¹⁴² Regolamento (CE) n. 139/04 del Consiglio del 20.1.2004.

¹⁴³ Art. 3, § 1, lett. b regolamento 2004/139/CE; art. 7, primo comma, l. n. 287/1990; Comunicazione consolidata, § 62; in giurisprudenza v. ad es. CGUE, 24 giugno 2015, cause riunite C-293/13 P e C-294/13 P, *Fresh Del Monte Produce e a. c. Commissione*, § 78.

¹⁴⁴ Per il diritto interno, nella formulazione normativa vigente si aveva concentrazione quando “*due o più imprese procedono, attraverso la costituzione di una nuova società, alla costituzione di un'impresa comune*” (art. 5, primo comma, lett. c) legge n. 287/1990). Inoltre, si prevedeva che “*le operazioni aventi quale oggetto o effetto principale il coordinamento del comportamento di imprese indipendenti non danno luogo ad una concentrazione*” (art. 5, terzo comma, l. n. 287/1990). A seguito della novella di cui all'art. 32, primo comma, lett. c), n. 1), l. 5 agosto 2022, n. 118, l'art. 5 l. 287/1990 recita oggi, al primo comma, lett. c), che “*l'operazione di concentrazione si realizza: [...] c) quando due o più imprese procedono alla costituzione di un'impresa comune che esercita stabilmente tutte le funzioni di un'entità autonoma*”. Inoltre, in modo specularmente a quanto previsto all'art.

nel diritto societario comune) può esservi controllo congiunto anche quando non vi sia una posizione paritetica delle due imprese madri riguardo ai diritti di voto o alla rappresentanza negli organi decisionali: ciò innanzitutto “*quando gli azionisti di minoranza godono di diritti aggiuntivi che consentono loro di porre il veto sulle decisioni che sono essenziali per determinare gli indirizzi strategici dell’attività dell’impresa comune*”¹⁴⁵. La Comunicazione consolidata enumera a questo fine una serie di ipotesi, tra le quali quelle in ordine ai diritti (statutari o parasociali) spettanti su “*questioni quali il bilancio, il programma di attività, gli investimenti di grande entità e la nomina dei più alti dirigenti*”¹⁴⁶.

Per il diritto antitrust il controllo congiunto è rilevante non solo nelle ipotesi di controllo interno, di diritto o di fatto (come avviene in ambito prudenziale e come si tende ormai a ritenere in via interpretativa anche nel diritto societario comune), ma anche nei casi di controllo esterno, anche di puro fatto.

In secondo luogo, il controllo esterno (diversamente da quanto previsto nel diritto societario comune e in ambito prudenziale) rileva a fini antitrust anche se solo indiretto.

In terzo luogo (e diversamente da quanto stabilito dalla Banca d’Italia a fini prudenziali), la nozione di controllo indiretto è soddisfatta anche nell’ipotesi in cui il controllo venga acquistato per il tramite di una società sottoposta a controllo congiunto.

In quarto luogo, la nozione di controllo esterno non si limita, come nell’art. 2359, a considerare l’effetto di “*particolari vincoli contrattuali*”, ma si estende alla valutazione di tutti i “*diritti, contratti o altri rapporti giuridici*” in essere tra le parti, potendo dunque ricorrere, “*tenuto conto delle circostanze di fatto e di diritto*”, anche in assenza di un contratto¹⁴⁷.

2, § 4 EUMCR, viene sancito l’obbligo di notifica preventiva anche per le operazioni di costituzione di (o modifica del controllo in) imprese comuni c.d. *full-functioning* che abbiano “*per oggetto o per effetto il coordinamento del comportamento di imprese indipendenti*”, fermo restando che l’Autorità le valuterà ai sensi della disciplina sulle intese restrittive della concorrenza e non di quella sul controllo preventivo delle concentrazioni. Tali modifiche sono state suggerite dalla stessa AGCM (Segnalazione AS1730 del 23 marzo 2021), onde superare le divergenze testuali tra legge antitrust nazionale (che era ancora legata alla formulazione previgente del regolamento CEE n. 4064/1989) e le successive disposizioni dell’EUMCR.

¹⁴⁵ Comunicazione consolidata, § 65.

¹⁴⁶ *Ivi*, § 67, ove ulteriore casistica e la precisazione, in linea con il rilievo dato in questo ambito alle situazioni anche solo *potenziali*, che “*per acquisire il controllo congiunto, tuttavia, non è necessario che l’acquirente abbia il potere di esercitare un’influenza determinante sulla gestione corrente dell’impresa. L’elemento cruciale è che i diritti di veto siano sufficienti a consentire alle imprese madri di esercitare un’influenza determinante in relazione alla determinazione degli indirizzi strategici dell’attività dell’impresa comune. Inoltre non è affatto necessario accertare che un acquirente del controllo congiunto farà effettivamente valere la sua influenza determinante. È sufficiente la possibilità di esercitare tale influenza e, dunque, la semplice esistenza dei diritti di veto*”.

¹⁴⁷ E così, per restare all’esempio delle imprese comuni, il controllo congiunto interno può esse-

In quinto luogo (e in modo apparentemente diverso sia dal diritto comune che dalla disciplina prudenziale in ambito bancario), nel diritto antitrust il controllo esterno può considerarsi integrato già dalla semplice “capacità” di esercitare un’influenza dominante sulla controllata¹⁴⁸.

Tutto ciò finisce, com’è evidente, per ampliare notevolmente la nozione di controllo, secondo una logica che appare ispirata a finalità di cautela e di valutazione preventiva delle fattispecie suscettibili di determinare, anche solo potenzialmente, preoccupazioni di carattere concorrenziale¹⁴⁹.

L’ampiezza della nozione di controllo a fini concorrenziali si apprezza anche *a contrario*, considerando cioè le (limitate) ipotesi in cui le modifiche degli assetti interni o esterni dell’impresa non integrano una concentrazione (e quindi un “cambio di controllo” rilevante ai fini di tale disciplina).

A tale riguardo, la riduzione del numero degli azionisti che esercitano il controllo congiunto su un’impresa comune realizza una concentrazione solo quando sia idonea a determinare il passaggio da una situazione di controllo congiunto a una di controllo esclusivo (e dunque un cambio nella natura o “qualità” del controllo)¹⁵⁰; nei restanti casi, infatti, l’uscita di un controllante non intacca il controllo congiunto già detenuto dagli altri soci, giacché nessuna (nuova) impresa acquisterà *ex novo* il controllo. Inoltre, il mutamento del controllo esclusivo da “negativo” (*i.e.* il controllo che si manifesta come potere di opporre un veto alle decisioni di maggiore rilevanza strategica per l’impresa) a “positivo” (inteso come potere di determinare, con il proprio voto, tali decisioni) non costituisce una concentrazione¹⁵¹. Infine, e per le medesime ragioni, non si considera integrata una concentrazione nel passaggio da un controllo (congiunto o esclusivo) di fatto a uno di diritto, e viceversa¹⁵².

In definitiva, nel diritto antitrust assume chiara e immediata rilevanza l’impresa in senso obiettivo e il potere effettivo di indirizzo su di essa esercita-

re di natura sia contrattuale (tipicamente, un patto parasociale) che fattuale (ad es. nei casi in cui l’azionista di minoranza goda di un potere di blocco di fatto per essere il principale fornitore di un *input* essenziale per il funzionamento dell’impresa comune).

¹⁴⁸ Fatte salve le precisazioni che seguono per i profili sanzionatori: cfr. *infra*, par. 9.

¹⁴⁹ Sul punto v. ad es. M. NOTARI, (nt. 9), 276 ss. e M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell’Unione Europea*, Milano, Giuffrè, 2014, 350 ss.

¹⁵⁰ Comunicazione consolidata, § 90.

¹⁵¹ Secondo la Commissione questa vicenda “*non ha effetti sugli incentivi per l’azionista che ha il controllo negativo né sulla natura della struttura del controllo, in quanto l’azionista di controllo non doveva necessariamente cooperare con determinati azionisti quando deteneva il controllo negativo*” (*ivi*, § 83).

¹⁵² In questo senso l’AGCM ha ritenuto che un’offerta pubblica di acquisto lanciata da una società che deteneva il 44% delle azioni non integrasse una concentrazione perché la partecipazione conferiva già il controllo esclusivo *di fatto* sull’impresa *target* e l’acquisto di un’altra quota non modificava dunque la struttura di controllo di quest’ultima (prov. n. 11549 del 20 dicembre 2002, *Eni/Italgas*).

to¹⁵³, con tendenziale recessività dei profili formali – soggettivi e societari – su quelli sostanziali ed effettuali.

La giurisprudenza della Corte di Giustizia è del resto costante in tal senso. Essa ha elaborato anche una nozione autonoma di impresa (“*undertaking*”), considerata rilevante nell’ordinamento unionale anche ad altri fini¹⁵⁴, che arriva ad “abbraccia[re] qualsiasi entità che esercita un’attività economica, a prescindere dallo *status* giuridico di detta entità e dalle sue modalità di finanziamento”¹⁵⁵; con la precisazione che è considerata economica “qualsiasi attività che consista nell’offrire beni o servizi in un determinato mercato”¹⁵⁶, con il limite dello svolgimento di un’attività che esuli dalla sfera degli scambi economici “per le norme alle quali è soggetta e per il suo oggetto [oppure] si ricollegli all’esercizio di prerogative dei pubblici poteri”¹⁵⁷.

9. Segue: il concetto di impresa di gruppo nel diritto antitrust. Single Economic Entity Theory, Parental Liability Presumption e principio di continuità economica e funzionale dell’impresa.

In materia antitrust la nozione di controllo è, dunque, particolarmente ampia e ha natura funzionale ed effettuale, ricomprendendo qualsiasi situazione, di fatto o di diritto, che consenta a un’impresa di esercitare, da sola o congiuntamente, direttamente o indirettamente, un’influenza determinante su un’altra impresa, con qualunque mezzo (anche non contrattuale); in conseguenza, qualsiasi forma di direzione e coordinamento (effettiva o potenziale) di una società su un’altra verrà automaticamente ricondotta entro la nozione di controllo e, dunque, nel perimetro dell’impresa di gruppo rilevante a fini concorrenziali. Ne discende, quale corollario, che i concetti di controllo e di attività di direzione e coordinamento tendono qui a sovrapporsi (diversamente da quanto accade in ambito societario e in modo analogo a quanto avviene nel gruppo bancario a fini di vigilanza). E questo anche in ragione del diverso concetto di “impresa di gruppo” che il diritto antitrust ha

¹⁵³ Conformi sul punto M. LAMANDINI, (nt. 2), 105, M. NOTARI, (nt. 9), 417 ss. e M. LIBERTINI, (nt. 149), 69 ss. e 350 ss.

¹⁵⁴ Sembra ad es. evidente che tale nozione di impresa abbia influenzato il processo unionale di progressiva armonizzazione delle discipline sull’insolvenza, da cui discende anche il nostro nuovo codice della crisi (sul punto, per maggiori riferimenti, anche comparatistici, mi permetto di richiamare il mio *Insolvenza e mercato. Itinerari per la modernizzazione delle discipline sulla crisi d’impresa*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2018).

¹⁵⁵ CGUE, 23 aprile 1991, *Klaus Höfner and Fritz Elser v Macrotron GmbH*, causa C-41/90, § 21.

¹⁵⁶ CGUE, 12 settembre 2000, *Pavlov et al.*, causa C-180/98, § 10.

¹⁵⁷ CGUE, 19 febbraio 2002, *Wouters et al.*, causa C-309/99, § 57; CGUE, 11 giugno 2020, *Dóvera*, cause riunite C-262/18 P e C-271/18 P, § 30.

autonomamente elaborato, secondo i principi della c.d. *Single Economic Entity* (SEE): infatti, a fini concorrenziali, entità giuridicamente (e societariamente) indipendenti possono essere considerate come “un’unica impresa” qualora agiscano nel mercato, in una prospettiva d’osservazione squisitamente empirica, funzionale ed effettuale, come una “singola unità economica”¹⁵⁸.

Il concetto chiave per individuare una SEE è quello della “politica commerciale unitaria”¹⁵⁹. In concreto, la sussistenza di un’unica impresa (e di un’unica entità economica) può essere desunta, anche in via indiretta, dall’insieme dei vincoli economici e giuridici e organizzativi intercorrenti fra la controllante e le proprie controllate, ben potendo inferirsi l’esistenza di una strategia unitaria dalla politica aziendale comune, dalla condivisione di piani operativi particolareggiati, dalla frequenza e dal livello di dettaglio richiesti ai fini dei *report* periodici, dalle regole relative agli investimenti, dalla dotazione finanziaria e dalla sua gestione operativa e così via, potendo questi fattori avere (singolarmente e/o nel loro combinarsi) ripercussioni dirette o indirette sul comportamento competitivo delle società controllate e dell’intero gruppo sul mercato di riferimento.

Ne consegue (salvo quanto si dirà subito appresso a fini sanzionatori) che l’accertamento di una situazione di controllo a fini antitrust consente normalmente di ritenere sussistente, ai sensi della medesima disciplina, anche una SEE. E tuttavia non vale necessariamente il contrario, perché il concetto di SEE si differenzia da quello di controllo (tendendo semmai a identificarsi con l’esercizio di una direzione unitaria piuttosto penetrante quand’essa attenga anche alla politica commerciale delle varie imprese etero-dirette¹⁶⁰) e potendo riscontrarsi ipotesi di SEE anche in mancanza di una relazione di controllo tra le varie unità produttive e societarie considerate. Il recente caso *Unilever*¹⁶¹ è particolarmente

¹⁵⁸ CGUE, 14 luglio 1972, *Imperial Chemical Industries c. Commissione*, causa C-48/69, § 135. In dottrina, cfr. ad es. D. BAILEY, O. ODUDU, *The Single Economic Entity Doctrine in EU Competition Law*, in (51) *CMLR*, 2014, (6), 1721 ss.; v. anche M. LIBERTINI, (nt. 149), 73 nonché l’analisi svolta sul punto da G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 261 ss., la quale nota perspicuamente che la direttiva 2019/1/UE (c.d. “ECN+”) conferisce a tale elaborazione giurisprudenziale valore normativo, laddove (all’art. 13, par. 5) stabilisce che gli Stati membri provvedano all’irrogazione alle società controllanti di sanzioni e ammende per la violazione del diritto antitrust secondo la nozione di “impresa” elaborata a questi fini della Corte di Giustizia (così nt. 25).

¹⁵⁹ Sul punto cfr. ad es. J. TEMPLE LANG, *How can the Problem of the Liability of a Parent Company for Price Fixing by a Wholly-Owned Subsidiary Be Resolved*, in 37 *Fordham International Law Journal*, 2014, 1481 ss.

¹⁶⁰ Cfr. ancora ID, *ibidem*; in giurisprudenza v. ad es. CGUE, 18 gennaio 2017, *Toshiba Corp. c. Commissione*, causa C-623/15.

¹⁶¹ CGUE, 19 gennaio 2023, *Unilever*, causa C-680/20 (seguita da Consiglio di Stato, sez. VI, sentenza 11 luglio 2023, n. 6806, in www.giustizia-amministrativa.it), secondo cui “qualora il comportamento contestato all’impresa in posizione dominante sia materialmente attuato tramite un intermediario, che fa parte di una rete di distribuzione, tale comportamento può essere imputato a detta impresa qualora risulti che esso è stato adottato conformemente alle istruzioni specifiche impartite

interessante al riguardo, avendo la Corte di Giustizia riconosciuto l'esistenza di un'unica entità economica anche nella relazione corrente tra un'impresa di gruppo (in posizione dominante) e i suoi distributori, formalmente esterni e indipendenti, quando sia la prima a definirne in modo incisivo la politica commerciale nei rapporti a valle.

Ai fini della presente analisi è utile notare che la nozione di SEE rilevante per il diritto della concorrenza ha pertanto un perimetro di norma più ampio rispetto a quello del gruppo societario¹⁶²; e ciò produce almeno tre principali implicazioni.

In primo luogo, gli accordi tra imprese interne all'unità economica (c.d. intese infragruppo) sfuggono all'applicazione del divieto di cui all'art. 101 TFUE¹⁶³ e, allo stesso modo, le operazioni di concentrazione realizzate all'interno della medesima unità economica non determinano un "cambio di controllo" rilevante ai fini della disciplina di controllo preventivo.

In secondo luogo, la SEE – come impresa a sé – può divenire (con le precisazioni che si vedranno subito appresso) autonomo centro di imputazione di una condotta illecita¹⁶⁴, il che consente di riferire l'infrazione commessa da una controllata (anche) alla controllante, in quanto, al ricorrere di alcune condizioni, l'esistenza di un'unica entità economica può determinare la responsabilità della società madre per i comportamenti anticoncorrenziali della controllata (c.d. responsabilità parentale)¹⁶⁵; per tale via, specularmente, dell'illecito antitrust posto in essere da una SEE può essere chiamata a rispondere anche una (qualunque) delle società che ne faccia parte¹⁶⁶.

In terzo luogo, nei procedimenti per intesa e per abuso di posizione dominante la nozione di SEE può rilevare ai fini dell'imputazione soggettiva dell'illecito e quindi della quantificazione dell'ammenda, atteso che (anche) in questa materia (così come nella vigilanza prudenziale) la soglia di contenimento della sanzione è commisurata al 10% del fatturato complessivo realizzato a livello consolidato¹⁶⁷.

da quest'ultima, e quindi a titolo di esecuzione di una politica decisa unilateralmente dall'impresa suddetta, cui i distributori interessati erano tenuti a conformarsi" (così § 29). In commento, v. E. CECCHET, *Il caso Unilever alla prova della Corte di Giustizia (alias la sottile linea di confine tra uso e abuso dei contratti di distribuzione)*, in *Merc. conc. reg.*, 2022, 204 ss.; segnala l'orientamento in relazione a prassi precedente anche M. LIBERTINI, (nt. 149), 74.

¹⁶² CGUE, 16 novembre 2000, *Metsä-Serla e a. c. Commissione*, causa C-294/98 P.

¹⁶³ CGUE, 31 ottobre 1974, *Centrafarm e de Peijper*, causa C-15/74, § 41.

¹⁶⁴ CGUE, 10 settembre 2009, *Akzo Nobel e a. c. Commissione*, causa C-97/08 P, § 56.

¹⁶⁵ Per una recente riflessione organica della responsabilità "parentale" nel diritto antitrust si rinvia, da ultimo, a P. WHELAN, *Parental Liability in EU Competition Law. A Legitimacy-Focused Approach*, Oxford, Oxford Univesity Press, 2023.

¹⁶⁶ È quanto si ricava dal recente caso *Sumal* (CGUE, Grande Sezione, 6 ottobre 2021, *Sumal S.L. c. Mercedes Benz Trucks España*, Causa C-882/19), su cui v. anche le considerazioni di G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 262.

¹⁶⁷ Artt. 23, § 4 regolamento 2003/1/CE e 15, comma 1-bis, l. n. 287/1990. In dottrina v. in par-

La natura “penale” che va riconosciuta alle sanzioni antitrust ai sensi dell’art. 6 CEDU sembra tuttavia imporre qualche doveroso distinguo, che disvela anche la diversa sfaccettatura funzionale dei concetti qui considerati in relazione ai diversi ambiti in cui essi possono assumere rilevanza nel diritto antitrust¹⁶⁸. Il rilievo penale dell’illecito dovrebbe infatti esigere che l’*assessment* richiesto per imputarne apicalmente la responsabilità sia più severo rispetto a quanto avviene in sede di valutazione preventiva delle concentrazioni (in cui – s’è visto – il controllo è sempre integrato dalla semplice *capacità* di esercitare un’influenza dominante); con la conseguenza che per ascrivere una responsabilità parentale alla capogruppo (in applicazione della *SEE Theory*) per un illecito posto in essere da una delle controllate dovrebbe, a rigore, darsi anche la prova dell’esercizio *effettivo* dell’influenza dominante sulla controllata in relazione ai fatti oggetto di contestazione¹⁶⁹.

Diverso discorso deve farsi però nel caso in cui una società venga a detenere, direttamente o indirettamente, la totalità (o quasi) del capitale di una controllata. In tal caso, infatti, lo *standard* probatorio richiesto alle autorità antitrust si affievolisce sensibilmente: secondo la Corte di Giustizia, in queste ipotesi la detenzione della quasi-totalità delle partecipazioni fa infatti *presumere* che la controllante abbia in concreto esercitato un’influenza determinante sul comportamento della controllata rispetto ai fatti controversi (c.d. *Parental Liability Presumption*)¹⁷⁰. Si tratta, in linea di principio, di una presunzione relativa che, almeno sulla carta,

tic. F. GHEZZI, M. MAGGIOLINO, *L'imputazione delle sanzioni antitrust nei gruppi di imprese, tra "responsabilità personale" e finalità dissuasive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1060 ss. e F. GHEZZI, *Impresa e sanzioni nella prassi applicativa dell'Autorità garante della concorrenza: qualche problema tecnico*, in *Giur. comm.*, 2016, 815 ss. Sui criteri di determinazione della sanzione v. altresì C.E. CAZZATO, *Le linee guida sulla quantificazione delle sanzioni antitrust*, Torino, Giappichelli, 2018 (ivi in partic. 163 ss.).

¹⁶⁸ Uno spunto in questo senso è rinvenibile nelle Conclusioni dell’Avvocato Generale Pitruzzella del 15 aprile 2021, in relazione alla causa C-882/19, *Sumal*, secondo le quali potrebbero esservi differenti elementi da provare, e dunque differenti test di verifica della SEE in relazione ai diversi ambiti applicativi in cui la nozione può essere rilevante a fini antitrust (v. in partic. § 59).

¹⁶⁹ In questi termini, cfr. CGUE, sez. IX, 26 settembre 2013, *Dow Chemical Company c. Commissione*, causa C-179/12 P, § 56. Le autorità di tutela della concorrenza dispongono comunque di una significativa discrezionalità nell’individuazione del centro di imputazione soggettiva dell’infrazione e nella graduazione delle sanzioni irrogabili in relazione alla diversa partecipazione alla condotta illecita: sul punto v. anche CGUE, 11 luglio 2013, *Team Relocations e a. c. Commissione*, causa C-444/11 P, non pubblicata, §§ 159-160.

¹⁷⁰ CGUE, 25 ottobre 1983, causa C-107/82, *Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft AEG-Telefunken AG c. Commissione*, § 50. Per un singolare caso di *parental liability* c.d. “ascendente” (ossia di una controllata chiamata a rispondere in solido, per i profili risarcitori, dell’operato della controllante), cfr. CGUE, Grande Sezione, 6 ottobre 2021, *Sumal S.L. c. Mercedes Benz Trucks España S.L.*, causa C-882/19. Per un recente caso nazionale in cui, facendo leva sul concetto di SEE, è stata tenuta in considerazione (anche) l’identità del socio persona fisica e dell’amministratore per applicare la *Parental Liability Presumption* pur in mancanza di quote di controllo del 100%, si veda Consiglio di Stato, sez. VI, 9 maggio 2022, n. 3570, *Gara Consip*, in www.giustizia-amministrativa.it, in particolare § 15.1 ss.

ammetterebbe la prova contraria¹⁷¹; nella sostanza essa risulta ribaltabile solo attraverso una sorta di *probatio diabolica*¹⁷².

Può osservarsi ancora che traccia del descritto approccio obiettivo-funzionale al concetto di impresa si rinviene anche nel particolare scenario in cui tra la commissione dell'illecito antitrust e il provvedimento che lo sanziona intervenga una ristrutturazione aziendale, una cessione di *asset* o altra modifica di natura giuridica o organizzativa¹⁷³.

In virtù di questo principio ha ricevuto risposta affermativa il quesito circa la riferibilità della condotta illecita alla società che ha assorbito quella che ha commesso l'infrazione quando quest'ultima abbia cessato di esistere¹⁷⁴. A questi fini, fattore decisivo per determinare la responsabilità del successore è “la continuità economica e funzionale dell'impresa e non già la sua identità giuridica”¹⁷⁵. Pertanto, sebbene, come regola generale, la responsabilità per il danno risultante dagli illeciti antitrust sia personale e sia onere dell'impresa che viola tali regole rispondere del danno causato dall'illecito, l'individuazione del “soggetto” responsabile avviene, quasi con un ossimoro, in via obiettiva, avuto riguardo alla continuità economica dell'unità produttiva¹⁷⁶; e così, se un'impresa commette un illecito antitrust ma in seguito cede a un terzo il ramo d'azienda nell'ambito del quale la violazione è stata commessa, questi, anche se formalmente estraneo ai fatti, risponderà dell'infrazione se la prima non sia più attiva sul mercato¹⁷⁷. E ciò vale sia in sede repressiva dell'illecito (*public enforcement*), sia nell'ambito di azioni di risarcimento danni per la violazione delle regole di concorrenza¹⁷⁸ (*private enforcement*), nelle quali si tende anzi ad ammettere, per favorire l'effettiva deterrenza delle norme antitrust e il più agevole risarcimento dei danni causati dalla loro violazione, che il danneggiato possa evocare in giudizio la controllata presente nella propria giurisdizione a rispondere, in solido, per il fatto della controllante¹⁷⁹.

¹⁷¹ CGUE, 20 gennaio 2011, *General Química S.A. e a. c. Commissione*, cause riunite C-90/09 P, § 52; CGUE, 16 giugno 2016, causa C-155/14, *Evonik Degussa e AlzChem c. Commissione*, § 33.

¹⁷² Così, tra gli altri, M. BRONCKERS, A. VALLERY, *No Longer Presumed Guilty? The Impact of Fundamental Rights on Certain Dogmas of EU Competition Law*, in (34) *World Competition*, 2011, 535 ss.

¹⁷³ CGUE, 28 marzo 1984, *Compagnie Royale Asturienne des mines SA*, cause riunite 29 e 30/83, § 9.

¹⁷⁴ CGUE, 5 dicembre 2013, *SNIA c. Commissione*, C-448/11, § 23.

¹⁷⁵ Commissione europea, 21 dicembre 1988, IV/ 31.865, *PVC OJ*, § 43.

¹⁷⁶ Sul punto v. C. KÖNIG, *The Boundaries of the Firm and the Reach of Competition Law*, in *The Intersections between Competition Law and Corporate Law and Finance*, a cura di M. CORRADI, J. NOWAG, Cambridge, Cambridge University Press, 2023, 63 ss.

¹⁷⁷ CGUE, 16 novembre 2000, *Cascades c. Commissione*, C-279/98, §§ 78-80.

¹⁷⁸ CGUE, 14 marzo 2019, *Vantaan kaupunki c. Skanska*, C-724/17, § 47.

¹⁷⁹ È questo, forse, il senso ultimo e corretto in cui intendere i principi di diritto enunciati dalla Corte di Giustizia nel caso *Sumal*, sopra richiamato.

Principi analoghi in ordine alla continuità economica e funzionale dell'impresa vengono applicati anche in occasione del recupero degli aiuti di Stato illegittimamente concessi dagli Stati membri, essendo questi obbligati a ripeterli anche dalla società cessionaria di *asset* provenienti dalla beneficiaria degli aiuti quando il prezzo pattuito non sia "di mercato" o il trasferimento non sia avvenuto attraverso una procedura di gara aperta e competitiva¹⁸⁰.

Può osservarsi infine che l'applicazione della nozione di SEE in presenza di un controllo esterno contrattuale che determini anche una situazione di "dipendenza economica" rilevante per la concorrenza e il mercato (e dunque perseguibile anche attraverso strumenti di *public enforcement*¹⁸¹) può dar luogo a un singolare paradosso concettuale: quello cioè della responsabilità della controllante per l'abuso di dipendenza economica perpetrato ai danni di una società controllata che però, in base a tale teoria, farebbe parte – a fini antitrust – della stessa impresa (sicché sarebbe suscettibile di sanzione anche una forma di abuso per così dire "interno")¹⁸².

10. Notazioni conclusive.

L'analisi svolta in tema di elaborazione normativa e giurisprudenziale delle nozioni di controllo, gruppo e attività di direzione e coordinamento, pur nelle differenze segnalate, mostra in ogni caso un progressivo spostamento verso l'impostazione oggettiva, a-formalistica ed effettuale, propria del diritto della concorrenza.

Tale ben individuabile linea evolutiva verso un'interpretazione maggiormente orientata alla prevalenza del profilo sostanzialistico ed effettuale, che sembra emergere anche nell'ordinamento bancario e nel nuovo codice della crisi e dell'insolvenza¹⁸³, pone tuttavia numerose questioni interpretative, che potrebbero assumere rilievo anche per il diritto societario comune¹⁸⁴.

¹⁸⁰ Ciò vale anche nei casi in cui la società beneficiaria degli aiuti illegittimi sia sottoposta a una procedura concorsuale, a meno che non si dimostri che non vi sia *continuità economica* tra le due imprese. Le vicende delle (varie) crisi di Alitalia sono state ripetutamente interessate dall'applicazione di questi principi: per un approfondimento v. *Insolvenza e mercato*, (nt. 154), 93 ss.

¹⁸¹ Per un approfondimento si rinvia a *L'abuso di dipendenza economica rilevante per la concorrenza e il mercato*, in *La nuova stagione*, (nt. 31), 37 ss.

¹⁸² Il tema è oggetto dello studio di P.P. FERRARO, *L'abuso di dipendenza economica nei rapporti infragruppo*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 596 ss.

¹⁸³ Per l'ancoraggio di tale disciplina al diritto unionale, quale strumento inteso a garantire (anche) il corretto funzionamento del mercato interno, si rinvia a quanto argomentato in *Insolvenza e mercato*, (nt. 154), 238 ss. e *Dalla legge fallimentare alla Direttiva Insolvency*, (nt. 21), *passim*.

¹⁸⁴ Concorde mi pare G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), in partic. 262 e proprio in relazione a molti dei

La digressione sin qui condotta permette infatti di isolare taluni profili che sembrano poter assumere rilievo in un'ottica più generale e che si cercherà dunque di tratteggiare brevemente nelle note conclusive che seguono.

In primo luogo, l'evoluzione normativa in atto¹⁸⁵ pare confermare l'intuizione, già espressa molti lustri orsono¹⁸⁶, secondo cui la nozione di controllo possa e debba appuntarsi non solo sul rapporto "tra società", al quale la disposizione cardine dell'art. 2359 c.c. (positivamente, sul piano letterale) si riferisce, ma anche (e forse più perspicuamente) alle relazioni d'impresa ad essa sottese, andando oltre il dato formale dell'organizzazione societaria. Appare infatti sempre più sentita e positivamente riconosciuta l'esigenza di indagare (anche) il fenomeno sottostante del controllo "sull'impresa" obiettivamente considerata, quale ne sia l'articolazione sul piano formale e societario¹⁸⁷; e ciò non solo quanto all'oggetto (del controllo), ma anche quanto al soggetto (o alla pluralità di imprese e soggetti) cui la fattispecie di controllo debba essere imputata.

Ne viene in sostanza che, per comprenderne appieno portata e valenza delle fattispecie normative di controllo, gruppo e attività di direzione e coordinamento (e fatte salve le peculiarità di singole definizioni normative, funzionali all'applicazione di specifiche discipline, per specifiche finalità¹⁸⁸) occorrerà ragionare avendo riguardo anche all'impresa sottostante¹⁸⁹, considerata sul piano obiettivo e fenomenico¹⁹⁰, indipendentemente dalla forma organizzativa prescelta per il suo

temi qui trattati; in argomento v. anche M. CALLEGARI, *Gruppi di società e forme di aggregazione di imprese nel processo di armonizzazione del diritto europeo*, in *Trattato di diritto privato dell'Unione Europea, Le Società*, vol. IV, a cura di P. MONTALENTI, Torino, Giappichelli, 2023.

¹⁸⁵ Ad ulteriore riprova della traiettoria qui descritta si segnalano la nozione ampia ed effettuale di controllo di cui all'art. 2 del Testo Unico in materia di Società a Partecipazione Pubblica (d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175) nonché quella ancor più ampia recata dall'art. 5, comma 2 del nuovo Testo Unico per la fornitura dei Servizi Media e Audiovisivi (d.lgs. 8 novembre 2021, n. 208).

¹⁸⁶ B. LIBONATI, (nt. 13), in partic. 206 ss. e 358 ss., seguito sul punto da M. LAMANDINI, (nt. 7), 241 e Id., (nt. 2), 105.

¹⁸⁷ In senso conforme, in riferimento al diritto societario e a quello concorsuale, cfr. anche L. PANZANI, (nt. 61), 1332, ove anche l'osservazione (fatta propria da P. MARCHETTI, (nt. 20), 1422, nt. 18) secondo cui "il denominatore comune della riforma della disciplina della crisi d'impresa è rappresentato dallo spostamento dell'angolo visuale verso l'impresa, sia nella fase fisiologica che in quella della crisi, dove il richiamo dell'art. 2497 alle sole società quali componenti del gruppo non può più ritenersi esaustivo" (corsivi in originale).

¹⁸⁸ Sul punto, oltre a quanto già sin qui osservato, v. anche le osservazioni di M. LAMANDINI, (nt. 2), *passim*.

¹⁸⁹ Per un esempio di analisi condotta secondo tale impostazione in relazione al concetto di partecipazione azionaria cfr. ad es. MARCO MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2010.

¹⁹⁰ Come sottolinea P. MONTALENTI, (nt. 63), 76 ss., anche nel tessuto economico italiano "il gruppo di società rappresenta la forma organizzativa della maggioranza delle imprese italiane", non solo di quelle di grandi dimensioni, ed è anche "la forma giuridica tipica della moderna società per

esercizio¹⁹¹. Il che sembra avvalorare anche le ricostruzioni di vertice del fenomeno in chiave “oggettiva” (all’apice delle quali si colloca l’attività esercitata, piuttosto che il soggetto che la eserciti), secondo uno schema logico-formale che, in questo ambito disciplinare, appare preferibile – quale categoria “epistemologica”¹⁹² – rispetto a quello “a soggetto” (sempre valido ad altri fini) che pure il codice civile presenta¹⁹³ anche in punto di impresa e di controllo.

In secondo luogo, altro elemento che sembra meritare considerazione (e che si

azioni”. Di indubbio successo del gruppo quale modello organizzativo, “testimoniato dall’ampia e crescente diffusione”, anche “a prescindere dalla dimensione e dalla natura dell’attività”, nonché dell’esigenza di evitare che una politica legislativa impropria, a livello euro-unitario o nazionale, possa produrre una indesiderabile “fuga dal modello” parla ad es. G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 267. Del resto, sul piano empirico, è agevole constatare che assai rara è l’articolazione alternativa basata sulla costituzione di “patrimoni destinati ad uno specifico affare” (su cui mi permetto di richiamare, da ultimo, G. BERTELOTTI, V. MINERVINI, *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Codice delle società*, diretto da L. NAZZICONE, II ed., Milano, 2024, 1073 ss.), tanto da far dire a R. SANTAGATA, *Il patrimonio tra unità e segmentazioni nell’ottica del giuscommerzialista (nel ventesimo compleanno dei patrimoni destinati ad uno specifico affare)*, in questa *Rivista*, 2023, 135 ss che il seguito fenomenico è stato così esiguo da far pensare a un sostanziale “fallimento” dell’idea che ne era alla base (168). Da segnalare che Montalenti respinge invece l’idea di “impresa di gruppo”, preferendo seguire la tesi secondo cui “esiste una pluralità di imprese che sono imputate alle singole società” e che “la dimensione del gruppo trasforma”, rendendole (secondo la fortunata espressione di Mignoli) “a sovranità limitata”.

¹⁹¹ In linea mi pare U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019; in modo molto chiaro anche M. LIBERTINI, *La nuova disciplina delle società*, in *L’impresa italiana. Il contesto*, a cura di F. AMATORI, M. D’ALBERTI, Roma, Istituto Enciclopedia Italiana, 2020, 227 ss., secondo il quale “punto focale” della disciplina societaria è “l’impresa” e compito precipuo del diritto societario è quello di “agevolare il più possibile le decisioni di investimento nell’attività di impresa”, stabilendo allora un sistema di contrappesi e tutele che trova tuttavia temperamenti nel “principio di continuità dell’impresa gestita in forma societaria”, che “emerge come principio fondamentale” del sistema, “destinato probabilmente a futuri, importanti sviluppi sistematici” (così, rispettivamente, 232 e 242); ma v. già P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento dell’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss., richiamato sul punto anche da G.B. PORTALE, *Tra diritto dell’impresa e metamorfosi della S.p.A.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 133 ss.

¹⁹² Il riferimento è in partic. a P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971, con le precisazioni svolte da Libertini: v. in particolare *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia (II)*, in questa *Rivista*, 3/2015, 41 ss. e *I contratti associativi* di Paolo Ferro-Luzzi, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 63), 377 ss., non dissimili, nella sostanza (almeno quanto alle critiche rivolte alla “pars construens”), da quelle proposte da F. D’ALESSANDRO, *Paolo Ferro-Luzzi e il contratto: le ragioni della teoria e quelle dell’ideologia*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 533 ss.

¹⁹³ Sulla nozione di imprenditore di cui all’art. 2082 c.c. v. l’attenta ricostruzione storico-normativa condotta da N. RONDINONE, *Lo spettro dell’organizzazione in forma d’impresa nel libro del lavoro*, Torino, Giappichelli, 2022; una scrupolosa analisi dei profili disciplinari e delle applicazioni giurisprudenziali è in G. MARASÀ, *L’imprenditore. Artt. 2082-2083*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato da P. SCHLESINGER e continuato da F.D. BUSNELLI, G. PONZANELLI, Milano, Giuffrè, 2021.

collega a quello che precede), è che l'indagine relativa al controllo sull'attività d'impresa richiede necessariamente di essere svolto nella dimensione della sua naturale destinazione "al mercato", dovendosi l'impresa apprezzare in senso tipico quale "fenomeno economico della produzione organizzata di beni e servizi *per il mercato*"¹⁹⁴.

Anche sotto questo (secondo) profilo, che postula l'attenta valutazione delle complessive relazioni in essere tra le imprese operanti in un medesimo mercato (o in mercati interferenti: ad es. a monte e a valle), l'accezione sostanzialistica e informale, sviluppatasi in particolare nel diritto della concorrenza (anche in termini di *Single Economic Entity*) sembra capace di influenzare e progressivamente indirizzare l'interpretazione dei concetti giuridici di controllo, gruppo, direzione unitaria (e allora anche d'impresa) propri del sistema societario codicistico.

In terzo luogo, se l'art. 2359 c.c. pone specifica attenzione ai voti esercitabili "*nell'assemblea*" (a questo, sul piano letterale, si riferiscono infatti le fattispecie di controllo previste nei numeri 1 e 2), la riflessione intorno al concetto di controllo sviluppatasi nel diritto della concorrenza mostra di dare precipua attenzione altresì (e forse soprattutto) alla capacità di influenzare, in qualunque modo o titolo, anche l'organo amministrativo, orientandone in concreto le scelte gestorie¹⁹⁵. Tale elemento (che ha trovato precisi riscontri in ambito bancario) merita dunque di essere autonomamente valorizzato in sede interpretativa, quando si debba verificare la sussistenza di una relazione di controllo. Si pensi in questo senso, ad esempio, all'autonomo rilievo che può a questi fini assumere la situazione – peraltro piuttosto comune, specie in una certa stagione del capitalismo italiano – di incroci nella nomina di amministratori, anche in assenza di partecipazioni reciproche (fenomeno che nella letteratura anglosassone, tradizionalmente molto attenta all'influenza in qualunque modo esercitata sugli organi gestori, viene definito come *interlocking directorates*¹⁹⁶); o, per altro verso, al particolare peso che pos-

¹⁹⁴ Così ancora P. FERRO-LUZZI, (nt. 102), 68, che evidenzia anche la "centralità" della tutela del mercato nella disciplina generale dell'impresa, al centro del sistema del diritto commerciale. In termini analoghi M. LIBERTINI, (nt. 17), 243 e ID., *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia (II)*, (nt. 192), in partic. 34 ss. (ora anche in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 63), 3 ss.). Seguendo un'impostazione logico-ricostruttiva assai diversa (e a tratti opposta) giunge a condividere la necessità di apprezzare l'attività d'impresa (e anzi ogni tipo di relazione *lato sensu* economica) *nel mercato* e nella sua destinazione *al mercato* anche F. DENOZZA, *Sulle tracce di una vecchia talpa: il diritto commerciale nel sistema neoliberale*, in questa *Rivista*, 2015 (in partic. 3 ss. e 19 ss.). Per un recente tentativo di leggere a sistema diritto della concorrenza e diritto societario v. ora gli studi raccolti nel volume collettaneo *The Intersections between Competition Law and Corporate Law and Finance*, a cura di M. CORRADI, J. NOWAG, (nt. 176).

¹⁹⁵ Si noti anche il sempre più diffuso orientamento, anche a livello normativo e di prassi applicative, a considerare a tal fine rilevante anche l'esercizio "congiunto" di tale prerogativa.

¹⁹⁶ Il fenomeno del c.d. *interlocking directorates* per inferire la sussistenza di una situazione di controllo (o cambio di controllo) anche in assenza di partecipazioni azionarie è ben noto al diritto

sono in concreto – e non sempre in modo trasparente – assumere i grandi fondi di investimento nell’orientare le scelte degli amministratori di società quotate attraverso le indicazioni e valutazioni date al mercato (pur nella detenzione di partecipazioni ben inferiori alla soglia normalmente rilevante ai fini dell’accertamento di una relazione di controllo¹⁹⁷).

Si tratta di un (ulteriore) profilo meritevole di attenzione anche ai fini della disciplina del controllo di diritto comune, atteso che, come noto, ove non diversamente disposto a livello statutario (art. 2380-*bis* c.c.), il potere di gestione dell’impresa “*spetta esclusivamente agli amministratori*”, i quali – com’è stato autorevolmente osservato¹⁹⁸ – possono essere indicati anche da non soci e, specie nella grande impresa azionaria con capitale diffuso, tendono poi ad assumere in via sostanzialmente indipendente le decisioni più rilevanti attinenti alla conduzione dell’attività d’impresa¹⁹⁹ (al riguardo si ricordi anche l’assoluta centralità attribuita, nel codice della crisi, alle scelte dell’organo gestorio, con tendenziale recessività del ruolo e delle prerogative assembleari²⁰⁰).

In quarto luogo, occorre ancora osservare che tanto nel nuovo codice della crisi, quanto nell’ordinamento bancario e nel diritto antitrust, l’attività di direzione e coordinamento è apprezzata quale momento del tutto connaturale alla gestione unitaria dell’impresa di gruppo, tanto da essere considerata, almeno in talune condizioni, anche “doverosa”²⁰¹, a fini di vigilanza prudenziale e, nella regolazione

della concorrenza e (in Italia, a livello anche normativo) in quello bancario e finanziario: per qualche spunto in argomento v. di recente F. GHEZZI, C. PICCIAU, *The Curious Case of Italian Interlocking Directorates*, in *The Intersections between Competition Law and Corporate Law and Finance*, (nt. 176), 208 ss.; v. anche le Conclusioni dell’avvocato generale Nils Wahl – causa C-500/11, *Fruition PO Limited c. Minister for Sustainable Farming and Food and Animal Health* (reperibili in <https://curia.europa.eu/juris/documents>).

¹⁹⁷ Su questo rilevante fenomeno, da approfondire nelle sue implicazioni dogmatiche, cfr., da ultimo, P. GIUDICI, *Systematic stewardship, common ownership: i grandi gestori di patrimoni e l’internalizzazione delle esternalità*, in questa *Rivista*, 2023, 822 ss. nonché MARCO MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”*, *ivi*, 836 ss.

¹⁹⁸ Cfr. in particolare G.B. PORTALE, (nt. 191), 147 ss.

¹⁹⁹ Il punto è ben evidenziato ad es. da U. TOMBARI, (nt. 191).

²⁰⁰ Cfr. per tutti ancora G.B. PORTALE, (nt. 16), 1150 ss.

²⁰¹ Sul punto v. in particolare le notazioni di P. MARCHETTI, (nt. 20), 1415 ss., che dal novellato art. 2086 c.c. ricava pure (dall’«*anche*» che precede la formulazione precettiva) il dovere per gli amministratori di organizzare l’impresa di gruppo secondo assetti organizzativi adeguati alla sua natura ed estensione, come esercizio dell’attività di direzione unitaria anche in fase “genetica” dell’impresa e fermi restando naturalmente gli obblighi incombenti sugli amministratori delle singole società. In argomento v. anche P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell’impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Le crisi d’impresa e del consumatore. Liber amicorum per Alberto Jorio*, (nt. 91), 701 ss. Di diverso avviso N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell’impresa*, (nt. 8), in partic. 69 ss., che considera la direzione unitaria una forma di “alienazione del governo societario”.

della crisi, tutte le volte in cui vi sia un'attività d'impresa "di gruppo" da risanare, preservando (in tutto o in parte) la continuità aziendale a beneficio degli stessi creditori²⁰².

Non è dunque implausibile che questi profili, che sembrano emergere dagli elementi normativi e dagli indirizzi interpretativi di tipo obiettivo e sostanzialistico sin qui esaminati, possano influenzare e in qualche misura contaminare il novero e l'apprezzamento degli elementi qualificabili come rilevanti ai fini dell'accertamento di una situazione di controllo e di gruppo anche per il diritto societario comune²⁰³.

A ben vedere, tali orientamenti potrebbero trovare cittadinanza anche nel diritto societario comune, in particolare opportunamente colorando la fattispecie del controllo di fatto²⁰⁴ di cui al n. 2 e quella esterna (e "aperta") di cui al n. 3, primo comma, dell'art. 2359 c.c., così da ampliarne la sfera applicativa nel senso appena segnalato²⁰⁵: e ciò, com'era già stato acutamente osservato (e pur sempre nel ri-

²⁰² Lo afferma anche S. PACCHI, *I canoni per la gestione dell'impresa nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Assetti aziendali, crisi d'impresa e responsabilità della banca*, a cura di S. AMBROSINI, Pisa, Pacini, 2023, 105 ss. notando – in punto di controlli interni alla procedura di regolazione della crisi d'impresa – che la nuova impostazione dell'ordinamento concorsuale recata dal codice e dalla direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva porta verso "una disciplina dell'impresa in procedura per la quale la conservazione degli *skills* impone la permanenza dell'imprenditore alla guida. Nel contempo la disciplina degli effetti della procedura per l'imprenditore si allontana dall'imposizione originaria dello spossessamento, rispondendo da un lato ad istanze sanzionatorie e dall'altro all'esigenza di tutelare i creditori. Siccome oggi la tutela dei creditori passa sempre meno dal pagamento di una somma di denaro e sempre più dalla conservazione dei rapporti commerciali, forse tutto ciò impone al legislatore un ripensamento anche sul sistema autorizzativo, causa spesso di rallentamenti nocivi per l'impresa". Per ulteriori dettagli, e per non ripetere cose già dette, sia consentito anche il rinvio a quanto più ampiamente osservato in *La direzione unitaria nella crisi di gruppo e i trasferimenti interni nelle operazioni riorganizzative a tutela della continuità aziendale*, (nt. 91).

²⁰³ In linea, mi pare, con la tesi di fondo sottesa agli studi di Lamandini, sopra richiamati.

²⁰⁴ Secondo quanto suggerito già da V. CARIELLO, *Tra non controllo e controllo: sul mimetismo e sull'occultamento del controllo c.d. di fatto*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 13 ss., con un'analisi anche comparatistica che si appunta in particolare sulle società quotate o che facciano appello al pubblico risparmio.

²⁰⁵ Itinerario logico che pare peraltro già in atto: a mero titolo esemplificativo si vedano, di recente, Trib. Torino, sentenza 3 febbraio 2022, n. 402, in *OneLegale*, ove la notazione che per l'accertamento di una situazione di controllo di fatto ex art. 2359, primo comma, nn. 2 e 3 rilevi "ogni forma di potere effettivo e di ingerenza anche non tipizzati realizzati attraverso l'organizzazione societaria o attraverso la gestione dei rapporti contrattuali e senza che sia necessaria alcuna spendita del nome della società etero diretta" (§ 8), secondo una formula concettuale che evidentemente allude alla nozione di controllo esterno come risultato in via di fatto ottenibile con "qualsiasi altro mezzo", propria del diritto antitrust (art. 5, primo comma, lett. b), l. n. 287/1990, cit); la pronuncia si rifà all'orientamento già affermato da Cass. civ., sez. I, sente. 7 ottobre 2019, n. 24943, in *OneLegale*, secondo la quale "gli artt. 2497 c.c. e seg. sono norme ispirate al principio di effettività, nel senso che disciplinano la dinamica di un 'fatto', e precisamente il fatto dell'abuso di attività di direzione e coordinamento ottenuto mediante esercizio effettivo della corrispondente influenza sulle società assoggettate", con la

spetto delle varie e diversificate istanze disciplinari e funzionali sottese), “nella logica ricerca della *effettiva consistenza giuridica dell'unica impresa* che è la premessa dell'intero discorso”, al fine di individuarne il centro originario del “*potere di gestione*”²⁰⁶.

Peraltro, l'esito interpretativo appena prospettato diverrebbe a maggior ragione plausibile ove si condividesse l'idea che la società per azioni rappresenti altresì il modello più affinato per garantire l'esercizio collettivo di un'attività d'impresa che intenda finanziarsi sul mercato²⁰⁷ e che la sua disciplina è orientata anche, se non prioritariamente, per diversi profili (e specie in relazione alle quotate), ad assicurare l'efficiente funzionamento del mercato dei capitali²⁰⁸; e ove si conside-

conseguenza che “su tutto prevale, in tema di gruppi, il principio di effettività, con riferimento all'inizio, allo svolgimento e alla cessazione dell'attività considerata dalla legge; donde rilevante resta la situazione di fatto, al di là di indici formali”. Sulla stessa linea Cass. civ., sez. I, ordinanza 4 ottobre 2023, n. 28034, in *OneLegale*; Cass. civ., sez. I, ord. 3 novembre 2023, n. 30539, in *OneLegale*, secondo la quale non può escludersi “che l'attività di direzione e coordinamento, esercitata attraverso un controllo esterno, possa sussistere, pure di fatto, anche in casi non riconducibili alle presunzioni di cui al citato combinato disposto ex artt. 2497-sexies e 2359 c.c.” (il che sta in sostanza a significare che l'accertamento di un'attività di direzione e coordinamento è governato dal principio di effettività e ai fini della presunzione di cui all'art. 2497-sexies i casi di controllo indicati nell'art. 2359 non possono considerarsi come tassativi); tra le sentenze di merito si segnala ad es. Trib. Torino, sez. imprese, sent. 14 luglio 2023, n. 3063, a quanto consta inedita.

²⁰⁶ Così B. LIBONATI, (nt. 3), 298-9 (corsivi in originale). Vi è al riguardo anche da chiedersi se l'elaborazione concettuale della nozione di impresa ad opera della Corte di Giustizia e propria in particolare del diritto antitrust non possa portare elementi utili per il lavoro ricostruttivo del concetto “giuridico” di unica impresa (tema evidentemente di grande interesse teorico: lo lambisce, senza giungere ad approdi conclusivi, ad es. N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa*, (nt. 8), 191-2; in una prospettiva concettuale assai simile a quella qui tratteggiata v. anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 261-2, e proprio partendo dalla *Single Economic Entity* del diritto antitrust). Uno dei problemi più delicati, e di non agevole soluzione, sembrerebbe in questo senso quello di riuscire a poter delimitare *ex ante*, con sufficiente chiarezza e incontestabilità, il perimetro stesso dell'impresa di gruppo, in tutte le sue diverse articolazioni societarie e di attività, magari ramificate in più Stati e ordinamenti, con livelli diversi di apporto di capitali esterni, di esternalizzazione di funzioni, e di astratta contendibilità del controllo.

²⁰⁷ Le espressioni usate nel testo richiamano volutamente quelle usate da P. FERRO-LUZZI, (nt. 191), 673 ss. (su cui però, in senso critico, v. ora F. DENOZZA, (nt. 194), 9 ss.). Il punto è ripreso e ribadito anche da G.B. PORTALE, (nt. 191), in partic. 145 ss.; v. anche G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001 e, più di recente, ID., *Il finanziamento della società per azioni nel pensiero di Paolo Ferro-Luzzi*, in *Giur. comm.*, I, 2023, 548 ss.

²⁰⁸ Così in particolare L. ENRIQUES, voce *Società per azioni*, in *Enc. dir., Annali X*, Milano, Giuffrè, 2017, 958 ss., secondo il quale la disciplina della società per azioni può essere riguardata “quale insieme di regole funzionali (o meno) all'esigenza di «favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali»” e che questa enunciazione di principio, contenuta nell'art. 2, primo comma, lett. a) della legge delega per la riforma del diritto societario (l. 3 ottobre 2001, n. 366), costituisce in sostanza “la metanorma per interpretare il diritto societario in vigore dal 2004” (corsivo nel testo). In linea, mi pare, anche M. LIBERTINI, (nt. 191), in partic. 232 ss.

rasse altresì che analoga funzione deve riconoscersi oggi (anche) al diritto della crisi d'impresa, specie dopo il recepimento della direttiva sui quadri di ristrutturazione preventiva, a garanzia del corretto funzionamento del mercato interno²⁰⁹.

Le conclusioni qui proposte avrebbero però un'utilità solo parziale ove non si cercasse di individuare anche le disposizioni codicistiche e i connessi profili disciplinari in cui le nozioni evolutive di controllo, gruppo e attività di direzione e coordinamento (nel senso qui delineato) potrebbero trovare applicazione e in quali fattispecie l'interprete potrebbe utilmente (o anche opportunamente) ricorrervi.

A titolo meramente esemplificativo può osservarsi al riguardo che, nel codice civile, la nozione di controllo dell'art. 2359 ha, tra le altre, la finalità di consentire la corretta ricostruzione degli assetti proprietari e delle influenze, anche esterne alla compagine sociale, rinvenibili nel governo della società per azioni²¹⁰; e questo innanzitutto per individuare i soggetti (nell'art. 2359 c.c., le altre "società") in grado di determinarne (o comunque influenzare in modo significativo) le scelte gestionali, anche al fine di stabilire al riguardo specifici obblighi informativi, anche di tipo bilancistico, in particolare per le operazioni poste in essere con "parti correlate" (cfr. ad es. artt. 2391; 2391-bis; 2424; 2424-bis; 2425; 2426; 2427; 2428; 2429; 2497-ter)²¹¹; in seconda istanza, la nozione di controllo costituisce l'antecedente logico, in termini di fattispecie, per l'applicazione di discipline volte a tutelare l'integrità del patrimonio sociale da fenomeni di possibile annacquamento, a beneficio innanzitutto dei creditori sociali o dei soci di minoranza, ad esempio attraverso l'imposizione di regole limitative nell'acquisto di azioni delle società controllanti (artt. 2359-bis ss.), simili a quelle imposte per l'acquisto di azioni proprie (artt. 2357 ss.); in terza istanza, la nozione di controllo di cui all'art. 2359 rileva ai fini dell'individuazione dell'area di consolidamento dei conti periodici; in quarta e non meno rilevante istanza, essa fonda la presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497-sexies.

Partendo dalla prima macrocategoria, non credo possano nutrirsi dubbi circa la possibilità, e fors'anche l'utilità, di adottare la nozione allargata di controllo riferita "all'impresa nel mercato" laddove la finalità sia quella di offrire massima trasparenza e linearità alle scelte gestionali nel governo dell'impresa esercitata in forma plurisocietaria; essa realizzerebbe anzi in modo anche più congruo, mi sembra, le esigenze di piena *disclosure* sottese agli obblighi informativi considerati.

Venendo al secondo gruppo di disposizioni in cui la nozione di controllo e di

²⁰⁹ Sul punto, autorevolmente, M. LIBERTINI, *Crisi d'impresa e diritto della concorrenza*, in *Merc. conc. reg.*, 2021, 9, cui *adde* il mio *Dalla legge fallimentare alla Direttiva Insolvency*, (nt. 21), *passim*.

²¹⁰ In senso conforme v. ad es. M. LAMANDINI, (nt. 2), 253.

²¹¹ Sulla cui importanza, specie nella moderna economia globalizzata dei mercati dei capitali, v. da ultimo V. BUONOCORE, *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, ESI, 2006 (specie 72 ss.).

società controllata è evocata come fattispecie, potrebbe in prima battuta ritenersi che l'esigenza di protezione del patrimonio sociale da fenomeni di annacquamento legati all'acquisto di azioni della controllante ricorrano solo, in senso proprio, nelle fattispecie di controllo "da partecipazione", ossia nei casi previsti al n. 1 e n. 2 dell'art. 2359. Se non che, come noto, le norme in esame (artt. 2359-*bis* e ss.) non operano questa distinzione, essendo riferite invece, senza limitazioni, a tutte le fattispecie di controllo previste nell'art. 2359, ivi inclusa, dunque, quella da "controllo esterno" di cui al n. 3. Già a livello manualistico si tende ormai pressoché univocamente a interpretare questa circostanza come rivelatrice di diverse e più ampie esigenze sottese alla disciplina *de qua*, tra cui quelle di "evitare intrecci nelle posizioni di potere organizzativo, che per così dire 'staccano' le organizzazioni societarie dalle corrette strutture societarie"²¹² e di "evitare le manipolazioni che potrebbero derivare dagli investimenti che le società del gruppo avessero a che fare le une nelle azioni delle altre" (con l'ulteriore notazione che "tali problemi diventano particolarmente delicati in caso di società quotate, perché in questo caso la presenza di gruppi piramidali può alterare il funzionamento di tutto il mercato", in mancanza di adeguati presidi, innanzitutto di trasparenza degli assetti proprietari e delle loro influenze nelle scelte gestionali²¹³).

Se questa è la *ratio* della disciplina, la nozione di controllo allargata e riferita all'impresa nel mercato sopra individuata avrebbe il pregio di contribuire a delineare un quadro più nitido, e anche più utile, dei rapporti di potere e di interesse correnti tra varie organizzazioni imprenditoriali, comunque organizzate sotto il profilo societario, in piena coerenza allora con le finalità perseguite.

Quanto alla terza categoria, viene comunemente affermato, già a livello manualistico, che la funzione del bilancio è quella di "fare il punto sullo stato (i) dell'organizzazione degli investimenti nella e dei finanziamenti alla impresa, e ancora (ii) dell'attività produttiva dell'impresa"²¹⁴; e a tal proposito i principi contabili precisano altresì che l'esigenza cui la disciplina del bilancio consolidato deve rispondere è proprio quella di esporre in termini complessivi la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un gruppo "di società" considerate a tal fine come un'unica entità, evidenziando puntualmente anche le relazioni esistenti tra le singole entità del gruppo e superando a tal fine la rappresentazione dell'attività d'impresa in termini puramente personalistici e societari²¹⁵.

Se questa è la *ratio* della disciplina, pare evidente l'esigenza di garantire mas-

²¹² Così, in particolare, B. LIBONATI, (nt. 3), 301.

²¹³ Sono le parole usate da P.G. JAEGER, F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, (nt. 1), 337.

²¹⁴ Tra i tanti, piace sul punto richiamare ancora B. LIBONATI, (nt. 3), 361, da cui la citazione è tratta.

²¹⁵ Si tratta di una constatazione pacifica: in ogni caso, cfr. ad es. S. FORTUNATO, (nt. 14), 63 ss. o, più di recente, e con espresso riferimento anche ai principi contabili internazionali, M.L. PASSADOR, (nt. 116), 201 ss.

sima trasparenza e dunque una più piena e corretta informazione ai soci, ai creditori e al mercato circa la consistenza e i risultati di gestione dell'impresa di gruppo in relazione agli oneri di informazione periodica qui in discussione (e ciò anche riguardo ai rapporti infra-gruppo e all'evidenziazione delle decisioni assunte nella logica di un superiore interesse "di gruppo" e alla puntuale indicazione dei "vantaggi compensativi" che le hanno in concreto giustificate). Sicché non sembrerebbero esservi controindicazioni nell'impiego delle nozioni di controllo e gruppo sopra suggerite, che anzi contribuirebbe a realizzare in modo ancor più efficace gli obiettivi di *disclosure* sottesi alla disciplina qui considerata.

Quanto, infine, alla presunzione di cui all'art. 2497-sexies, l'istanza di chiarezza e trasparenza nell'individuazione del soggetto che effettivamente eserciti l'attività di direzione e coordinamento appare pienamente compatibile (e coerente) con l'adozione della nozione evolutiva di controllo (e di gruppo) sopra individuata; essa ben potrebbe pertanto essere utilizzata anche ai fini dell'applicazione di tale presunzione, a maggior ragione in considerazione degli obblighi informativi e di trasparenza dei processi decisionali che ne derivano²¹⁶ e tenuto conto della natura reversibile della stessa e dunque della possibilità di offrire, con ogni mezzo, la (pur non agevole) prova contraria.

In conclusione: le linee evolutive esaminate e che sono storicamente riscontrabili, anche a livello normativo, nel codice della crisi, nel t.u.b. e nel diritto della concorrenza, insieme con il dato fenomenico secondo cui il gruppo è la scelta organizzativa tipica adottata, a livello internazionale (e anche in Italia), per la grande (e anche solo medio-grande) impresa azionaria, sembrano confermare che l'esercizio apicale di un'attività di direzione e coordinamento sia pienamente connaturale al fenomeno considerato²¹⁷; e che sia anzi, a ben vedere, la chiave stessa del suo successo. Quel che occorrerà dunque verificare è che essa si svolga effettivamente nel rispetto formale e sostanziale dei presidi normativi che l'assistono²¹⁸, in modo utile ed efficiente nell'interesse dell'unica impresa così governata, ferma restando la possibilità di attivare gli opportuni rimedi, tutele e responsabilità²¹⁹ quando tali presidi siano stati violati e la direzione unitaria, in modo patologico, distrugga (o distragga) ricchezza²²⁰, invece che produr-

²¹⁶ Sul punto cfr. in particolare G. SCOGNAMIGLIO, *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 757 ss., nonché M. CALLEGARI, (nt. 5), *passim*.

²¹⁷ Mi sembra questa, del resto, la tesi riproposta oggi, con nuovi argomenti (e riferimenti normativi), da P. MARCHETTI, (nt. 20), 1424.

²¹⁸ Ben illustrati, ad es., da G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 58), 527 ss.

²¹⁹ Si rinvia, sul punto, alla puntuale disamina svolta da N. RONDINONE, *I gruppi fra diritto societario e diritto dell'impresa*, (nt. 8), 81 ss.

²²⁰ Un attento studio di questi problemi, secondo una prospettiva di analisi economica del diritto, è ad es. in L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698 ss., ove anche ampi riferimenti alla letteratura internazionale e agli studi economici che ne sono alla base.

la, a beneficio di tutti i portatori d'interessi coinvolti²²¹.

Sembra infatti difficilmente revocabile in dubbio, anche sulla scorta delle scienze aziendalistiche²²², che oltre al beneficio giuridico della possibilità di segmentazione dell'attività con la conservazione della limitazione di responsabilità per ciascuno dei settori²²³ e della (così più ampiamente consentita) scissione tra "proprietà" e "controllo" dell'impresa (che ne aumenta le opportunità di finanziamento, di espansione e crescita)²²⁴, l'organizzazione "di gruppo" possa essere – almeno tutte le volte in cui il controllo sia effettivamente contendibile sul mercato²²⁵ – un sistema di governo più efficiente di quello che replichi, per intero, ciascuna delle funzioni aziendali dell'impresa di gruppo atomisticamente, in ciascuna delle società che lo compongono, con gestione separata dei flussi economici e finanziari (si pensi alle efficienze operative generabili dalla gestione accentrata – almeno sotto il profilo "direzionale" – della funzione amministrativa e contabile, di quella finanziaria e di tesoreria, di quella legale, di *compliance* e di *internal audit*, di ricerca e sviluppo, di acquisti e approvvigionamenti, di promozione pubblicitaria e commerciale, di relazioni industriali e istituzionali ecc.).

Sotto altro profilo, sembra pure innegabile che la gestione apicale e centralizzata di queste funzioni aziendali sia in grado di arricchire enormemente il patrimonio in-

²²¹ Tema, questo, appena lambito da P. MARCHETTI, (nt. 20), 1419 e al centro invece delle riflessioni del Convegno di Venezia del 10-11 novembre 2023 ("*La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*"), per i settant'anni della Rivista delle Società (ai cui atti in corso di pubblicazione si fa dunque rinvio).

²²² Si vedano ad es. gli studi di P.E. CASSANDRO, *I gruppi aziendali*, 9^a ed., Bari, Cacucci, 1988 (in partic. 19 ss.) e di A. LAI, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, 2^a ed., Milano-Roma, Franco Angeli, 2003 (in partic. 22 ss. e 110 ss.), ripresi e sviluppati, più di recente, da M. CELLI, M. PAOLONI, *Teoria e fenomenologia dei gruppi aziendali*, Torino, Giappichelli, 2022 (in partic. 179 ss.); a livello internazionale cfr. ad es. il monumentale studio di A.D. CHANDLER JR., *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, The Belknap Press, 1994, cui adde O. WILLIAMSON, *Transaction Cost Economics: The Natural Progression*, in 100 *American Economic Review*, 3/2010, 673 ss., S. J. GROSSMAN, O.D. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration*, in 94 *Journal of Political Economy*, 4/1986, 691 ss. e F. LAFONTAINE, M. SLADE, *Vertical Integration and Firm Boundaries: The Evidence*, in 45 *Journal of Economic Literature*, 2007, 629 ss., ove numerosi altri riferimenti alla teoria economica e aziendale in tema.

²²³ Su cui v., ad es., P. MONTALENTI, (nt. 63), 76 ss.

²²⁴ Lo rileva anche L. ENRIQUES, (nt. 220), 703 ss. Non a caso, si tratta anche di uno dei grandi temi in discussione nell'attuale percorso di riforma del t.u.f. (si pensi, al riguardo, alle norme intese a rafforzare in particolare il voto plurimo e, con qualche diversa sfumatura, il voto maggiorato, su cui si vedano le considerazioni dello stesso L. ENRIQUES, *Voto maggiorato e lista del Cda. Cosa non va nel ddl Capitali e come la Camera può migliorarlo*, in *Il Foglio* del 22 novembre 2023).

²²⁵ Perché in tal caso è il rischio stesso di perdita dei c.d. "benefici privati" (del controllo e da direzione unitaria, quando questi siano appunto contendibili) ad agire come contrappeso rispetto ad eventuali abusi (sul punto v. ancora L. ENRIQUES, (nt. 220), 709 ss. e la letteratura, anche economica, ivi richiamata).

formativo a disposizione di chi governi unitariamente l'impresa, consentendo di ridurre i costi organizzativi e di transazione e di conseguire condizioni (ad esempio nell'acquisto di beni e servizi) e risultati (ad esempio in termini di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti e materiali o di forza e notorietà del marchio) certamente migliori di quelli ottenibili da ciascuna società, singolarmente. Il che appare peraltro utile e desiderabile anche in una logica di benessere complessivo e sembra piuttosto richiedere attenzione in altra direzione, onde fugare, cioè, i pericoli connessi all'eccessiva concentrazione di potere privato che finiscono per investire imprese che assumono dimensioni particolarmente rilevanti nel mercato globale²²⁶.

Se così è, il tema su cui interrogarsi non è l'astratta efficienza della direzione unitaria dell'impresa di gruppo (che andrà semmai opportunamente calibrata in funzione delle caratteristiche specifiche dell'impresa, dell'attività svolta e dei mercati in cui essa opera), ma quello di come contrastare efficacemente i suoi possibili "abusi" in senso patologico (quelli che l'analisi economica definisce in termini di estrazione di benefici impropri, a favore di "alcuni" e in danno di altri): il che pone doverosamente il (diverso) problema dell'adequatezza e dell'effettiva efficacia e deterrenza delle tutele apprestate dall'ordinamento e degli orientamenti più opportuni da adottare, a questo scopo²²⁷, ad esempio nella valutazione dell'interesse "di gruppo" (in relazione a quello delle singole società che ne fanno parte) e nella verifica dei vantaggi compensativi²²⁸. E su questo, come s'è visto, c'è sicuramente spazio per un concreto e forse opportuno avanzamento delle tutele, a favore dei soggetti più esposti ai possibili "danni collaterali".

Al riguardo pare pienamente condivisibile la linea interpretativa, seguita anche dalla giurisprudenza, secondo la quale, se l'attività di direzione e coordinamento deve considerarsi pienamente legittima ove esercitata nel rispetto dei vincoli di legge, ciò non significa affatto che gli amministratori delle società eterodirette siano giuridicamente obbligati a seguire pedissequamente le indicazioni ricevute, né immuni da responsabilità per averle fatte proprie, essendo al contrario tenuti a ricercare piuttosto il corretto bilanciamento degli interessi in

²²⁶ È il problema tipico fronteggiato dal diritto antitrust: tra gli innumerevoli studi in materia piace richiamare in particolare G. AMATO, *Antitrust and the Bounds of Power. The dilemma of Liberal Democracy in the History of the Market*, Oxford, Hart Publishing, 1997 (e in traduzione italiana, *Il potere e l'antitrust. Il dilemma della democrazia liberale della storia del mercato*), Bologna, Il Mulino, 1998 e, in una diversa ma complementare accezione, M. LIBERTINI, *Sugli strumentali giuridici di controllo del potere economico*, in *Dir. pubbl.*, 2021, 893 ss.

²²⁷ Come mi pare faccia da ultimo anche C. ANGELICI, (nt. 35), 951 ss.

²²⁸ Tematiche che è evidentemente impossibile affrontare in questa sede e già oggetto degli studi dello stesso Luca Enriques e dei lavori, anche monografici, che ne hanno approfondito profili particolari (quali la validità e i contenuti dei regolamenti di gruppo, gli oneri di pubblicità, i flussi informativi interni ed esterni, il recesso, i meccanismi di imputazione della responsabilità, i finanziamenti e le garanzie intragruppo e così via). Un interessante quadro sui vari problemi in discussione nel diritto dei gruppi, anche in una prospettiva sovra-nazionale, è ora in G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 247 ss.

gioco secondo la prospettiva propria della società cui sono direttamente preposti²²⁹. E ciò con la precisazione che un tale risultato non può propriamente sindacarsi in relazione al compimento di un singolo atto, postulando piuttosto la valutazione “degli esiti complessivi per la società eterodiretta e per i suoi soci e creditori dell’attività di direzione e coordinamento²³⁰” (di “attività”, non a caso, si tratta) e che la ricerca della sintesi più opportuna tra le diverse istanze può generare una (anche vivace) dialettica interna, nella quale spesso i soci di minoranza e gli organi di controllo della società eterodiretta diventano i principali “alleati” dei suoi amministratori.

In ogni caso, a vent’anni di distanza, si apprezza forse meglio la saggezza della scelta legislativa di limitare la disciplina codicistica del gruppo a pochi tratti comuni e di indirizzarla in particolare alla repressione delle “patologie”, lasciando così massima flessibilità alle scelte di costruzione, organizzazione, finanziamento e gestione operativa e strategica dell’impresa di gruppo²³¹, anche in ragione della necessità di modularne dinamicamente i termini in funzione dell’evoluzione degli assetti riscontrabili nei vari mercati e sostrati economici, finanziari e industriali di riferimento, nonché delle complesse dinamiche competitive che nel tempo li connotano. Tale scelta appare invero congrua all’interesse di consentire – attraverso un’organizzazione flessibile e dinamica dell’impresa di gruppo e l’esercizio, a livello apicale, dell’attività di direzione unitaria – la massimizzazione dei guadagni di efficienza e il conseguimento di economie di scala, di scopo e di coordinamento non ottenibili (nello stesso modo, a livello atomistico) dalle singole società che ne fanno parte. D’altra parte, si richiede che ciò avvenga però nel pieno e rigoroso rispetto dei principi di “*corretta gestione societaria e imprenditoriale*” nonché dell’obbligo – posto oggi anche quale principio normativo primo di organizzazione dell’impresa esercitata in forma collettiva o societaria: art. 2086, secondo comma, c.c.²³² – di predisporre (e poi mantenere nel tempo), innanzitutto a livello

²²⁹ In linea, con specifico riferimento al problema degli adeguati assetti organizzativi ex art. 2086, comma 2 cc., mi sembra la posizione espressa da G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), spec. 265.

²³⁰ Sono le parole di C. ANGELICI, (nt. 35), 964, ove anche la tesi della non obbligatorietà delle direttive della capogruppo e l’indicazione dei precedenti giurisprudenziali in termini. Il problema diventa però quello di capire quale possano essere poi, in concreto, i criteri di verifica giudiziale di questo “equilibrio complessivo”, potendo entrare in gioco fattori opinabili e altamente discrezionali, come tali difficilmente sindacabili dal giudice.

²³¹ Lo evidenzia lucidamente anche G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), spec. 248; v. pure M. CALLEGARI, (nt. 5), 1055 ss.

²³² Cfr. sul punto, con diversi orientamenti, S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 1 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti amministrativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 439 ss.; A. MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di organizzazione: appunti alla luce del “decreto correttivo” al Codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 183 ss.; M. ONZA, *Gli “adequati assetti” organizzativi: tra impresa, azienda e società (Appunti per uno studio)*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, II, 1 ss.

di gruppo, “*assetti organizzativi adeguati*” alla dimensione e consistenza dell’attività d’impresa così svolta²³³.

È però proprio sui confini – interni ed esterni – della nozione di impresa (e in specie dell’impresa di gruppo), in particolare in relazione ai suoi processi organizzativi di internalizzazione/esternalizzazione di funzioni²³⁴, che la traiettoria evolutiva qui segnalata, in coerenza con il processo normativo e interpretativo in atto a livello euro-unitario, suggerisce allora di concentrare, in prospettiva, l’indagine.

²³³ Sul punto v. in particolare P. MARCHETTI, (nt. 20), 1418-9. Si noti che anche la norma di cui al comma 2 del novellato art. 2086 ha avuto origine in ambito bancario e finanziario, e più precisamente nell’art. 149, primo comma, lett. c), del t.u.f., come ricorda ad es. S. AMBROSINI, *Adeguatezza degli assetti, sostenibilità della gestione, crisi d’impresa e responsabilità della banca: alla ricerca di un fil rouge*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 19 maggio 2023 (ora anche *Introduzione* del volume collettaneo, a cura dello stesso S. AMBROSINI, *Assetti aziendali, crisi d’impresa e responsabilità della banca*, (nt. 202), 1 ss.). Secondo G. SCOGNAMIGLIO, (nt. 2), 248, la corretta dinamica per la determinazione degli adeguati assetti organizzativi dell’impresa di gruppo dovrebbe avvenire nel rispetto dell’autonomia delle singole società che ne facciano parte, nel senso che, in una “prospettiva a mio avviso preferibile, e comunque maggiormente rispettosa dell’alterità giuridica delle diverse società del gruppo, alla capogruppo incombe non tanto l’obbligo di curare in via diretta l’adeguatezza degli assetti organizzativi di tutte e ciascuna società del gruppo, bensì quello di indirizzare verso detto obiettivo l’azione gestoria degli amministratori di queste ultime, attraverso apposite direttive da emanare nell’esercizio dell’attività di direzione e coordinamento”. Ivi anche la perplessità in ordine alla tesi che, al di fuori dei casi stabiliti nel t.u.b., vuole la funzione di *compliance* quale obbligo ascrivibile alla capogruppo in via esclusiva (o comunque preminente).

²³⁴ In chiave di analisi economica cfr. ad es. A. PEZZOLI, *L’abuso di dipendenza economica e la concorrenza. Analisi economica di un ibrido?*, in G. COLANGELO, V. MINERVINI, *La nuova stagione dell’abuso di dipendenza economica* (nt. 31), 137 ss. (e spec. 139 ss.).

High Frequency Trading e informazioni privilegiate: Insider Trading “strutturale” o lecita superiorità informativa?

High Frequency Trading and insider information: “structural” insider trading or legitimate information superiority?

Federico Raffaele, Mario Manna *

ABSTRACT:

L'articolo si propone di analizzare le implicazioni della negoziazione algoritmica, in particolare dell'*High Frequency Trading* (HFT), rispetto alla disciplina dell'*insider trading* negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, al fine di verificare se i meccanismi operativi degli HFT e i conseguenti vantaggi informativi di cui godono tali *trader* possano rientrare nel vigente divieto di *insider trading* in entrambi gli ordinamenti. Dopo aver descritto come gli HFT ottengano in pratica vantaggi informativi grazie alla co-ubicazione e ai *feed* privati rispetto ad altri HFT e ai cosiddetti *slow traders*, l'articolo confronta la disciplina sull'*insider trading* nell'UE e negli Stati Uniti, evidenziandone l'evoluzione e le principali differenze. La conclusione è che gli HFT possono essere considerati *insider traders* nell'UE, ma non negli Stati Uniti. A questo proposito, è più probabile che l'approccio della parità di informazioni adottato nell'ordinamento europeo (rispetto a quello statunitense) porti a sanzionare l'asimmetria tra operatori HFT e non HFT come una forma di *insider trading*. Ciò, a sua volta, pone alcuni interrogativi sul reale significato e sulla portata degli obblighi informativi gravanti in capo agli emittenti a beneficio dell'integrità dei mercati finanziari.

This article aims to analyze the implications of algorithmic trading, specifically of High Frequency Trading (HFT), with respect to the regulation of insider trading in the United States and in the European Union, in order to verify whether the operational mechanisms

* Federico Raffaele è professore straordinario di diritto commerciale, Università Telematica Internazionale UNINETTUNO; Mario Manna è dottorando di ricerca, LUISS Guido Carli; e-mail: fraffaele@luiss.it, mmanna@luiss.it. Seppur il presente lavoro sia frutto di riflessioni comuni degli autori, i paragrafi 1, 3, 4, 4.1, 5, 5.1, 6 sono attribuibili a Federico Raffaele, mentre i paragrafi 2, 2.1, 2.2, 4.2, 5.2, 7 sono attribuibili a Mario Manna. Dovuti ringraziamenti vanno ai proff. Filippo Annunziata, Sergio Gilotta ed Eugenio Ruggiero e al dott. Carlo Milia per commenti e spunti in merito a versioni iniziali del presente contributo.

of HFTs and the resulting informational benefits enjoyed by such traders may fall under the current ban on insider trading in both jurisdictions. After describing how HFTs practically gain informational advantages due to co-location and private feeds over other HFTs and the so-called slow traders, the article compares the insider trading disciplines in EU and in the US, tracing their respective evolution and the main differences between them. The conclusion is that HFTs may be considered as insider traders in EU, but not in the US. In this respect, the parity of information approach adopted in the European legislation is more likely (than the US approach) to lead to sanction the asymmetry between HFT and non-HFT traders as a form of insider trading. This, in turn, poses some questions on the real meaning and scope of disclosure obligations imposed to issuers for the benefit of financial markets integrity.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. HFT: analisi del fenomeno. – 2.1. Co-ubicazione. – 2.2. Accesso alle informazioni: flusso diretto dei dati. – 3. Il “vantaggio strutturale” degli HFT rispetto agli *slow trader* e il “vantaggio contingente” degli HFT destinatari dei flussi diretti di dati rispetto agli altri HFT. – 4. *Insider trading*: l’esperienza statunitense – 4.1. Dalla *disclose or abstain rule* alle *classical* e *misappropriation theory*. – 4.2. I recenti tentativi di “codificazione” dell’*insider trading*. – 5. La disciplina europea dell’*insider trading*: dalle origini degli anni Ottanta (del secolo scorso) fino al *Market Abuse Regulation*. – 5.1. La centralità della nozione di informazione privilegiata nella legislazione europea. – 5.2. I caratteri distintivi dell’informazione privilegiata. – 6. HFT e *insider trading*: una (tollerabile) breccia nel paradigma della parità informativa. – 7. Conclusioni.

1. Introduzione.

Sono passati dieci anni dall’avvento (ma meno dalla sua effettiva vigenza) del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (c.d. MAR) e da più parti – non solo in dottrina¹, ma anche, e soprattutto, a livello di istituzioni² – se ne raccomanda una sorta di “tagliando”, tra le altre cose anche per rispondere agli interrogativi sulla tenuta del quadro normativo e sull’imputazione (ma ancor prima sulla stessa configurabilità) degli illeciti finanziari in questione compiuti mediante (o con l’ausilio di) sistemi di intelligenza artificiale³.

¹ Tra i vari, v., ad es., M. VENTORUZZO, *Questioni varie in tema di abusi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2023, 183 ss., ma già Id., *The Concept of Insider Trading*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*², a cura di M. VENTORUZZO, S. MOCK, Oxford, OUP, 2022, 25 ss.

² Si pensi, tra l’altro, al Rapporto del 2020 dell’ESMA in tema di revisione del MAR, che faceva seguito alla consultazione pubblica dell’anno precedente sul medesimo punto, nonché: la proposta della Commissione europea di regolamento di modifica del MAR (c.d. *CMU Listing Act*) di fine 2022.

³ In proposito, v., da ultimo, il Quaderno giuridico Consob n. 29 del maggio 2023, *AI e abusi di*

Ciò trova emblematica esemplificazione – in un contesto finanziario nel quale va consolidandosi negli ultimi anni un radicale cambio di paradigma operativo, che rende sempre più difficile distinguere l'azione umana da quella dei computer e dei programmi informatici, i quali investono sul mercato in maniera pressoché indipendente rispetto alle istruzioni impartite dagli operatori “persone fisiche” – nell'utilizzo sempre più frequente dei cosiddetti algoritmi di *high-frequency trading* (di seguito “HFT”) ⁴, caratterizzati dalla velocità di acquisizione ed elaborazione delle informazioni di mercato e di reazione a tali informazioni, nonché da una certa “autonomia decisionale” ⁵. I *trader* HFT, grazie alla superiorità cognitiva (alimentata, ed è qui il cuore del problema, dai servizi offerti – a pagamento – dalle sedi di negoziazione), riescono a processare le informazioni di mercato “meglio” e prima dei c.d. “*slow trader*”, ottenendo comparativamente maggiori profitti.

Si configura, quindi, una situazione di strutturale asimmetria tra categorie di investitori in termini di condizioni di accesso alle informazioni che, dalla prospettiva della disciplina dell'*insider trading* – tralasciando, invece, i numerosi temi che il *trading* ad alta frequenza pone in termini di efficienza, specie allocativa, dei mercati (peraltro già abbondantemente affrontati in dottrina) ⁶ –, occorre valutare

mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?, a cura di F. CONSULICH, M. MAUGERI, C. MILLA, T.N. POLI, G. TROVATORE.

⁴ Sul tema la letteratura è ormai molto consistente; ci si limita, pertanto, a segnalare solamente alcuni tra i contributi in materia: v., *ex multis*, F. ANNUNZIATA, *Artificial Intelligence and Market Abuse Legislation. A European Perspective*, Cheltenham, Edward Elgar, 2023, 149 ss.; M. GARGANTINI, M. SIRI, *Il «prezzo dei prezzi». Una soluzione di mercato ai rischi dell'high frequency trading*, in *Riv. soc.*, 2019, 1100 ss.; G. BALP, G. STRAMPELLI, *Preserving Capital Market Efficiency in High-Frequency Trading Era*, in *J. Law, Tech. & Pol.*, 2018, 350 ss.; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Oxford-Portland, Hart Publishing, 2017, 481 ss.; P.H. CONAC, *Algorithmic Trading and High Frequency Trading (HFT)*, in *Regulation of the EU Financial Markets, MiFID II and MiFIR*, ed. by D. BUSCH, G. FERRARINI, Oxford, Oxford Press University, 2017, 469; D. LEIS, *High Frequency Trading: Market Manipulation and Systemic Risks from an EU Perspective*, 2012, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2108344; P. GOMBER *et al.*, *High Frequency Trading*, 2011, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1858626; D. EASLEY *et al.*, *High Frequency Trading: New Realities for Traders, Markets and Regulators*, London, Risk Books, 2013; W. MATTLI, *Global Algorithmic Capital Markets: High Frequency Trading, Dark Pools and Regulatory Challenges*, Oxford, Oxford University Press, 2018.

⁵ Secondo J. BRECKENFELDER, *How does competition among high-frequency traders affect market liquidity?*, in *Research Bulletin* 78, 2020, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2020/html/ecb.rb201215~210477c6b0.en.htm>, nel biennio 2019-2020, il volume di scambi riconducibile all'HFT ha rappresentato circa il 50% degli scambi effettuati nei mercati azionari statunitensi, mentre nei mercati europei la sua quota si è attestata tra il 24% e il 43% del volume degli scambi.

⁶ V., *ex multis*, V. CAIVANO *et al.*, *Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in www.consob.it, 5 dicembre, 2012, 7-18; E.O. BARRALES: *Lessons From the Flash Crash for the Regulation of High Frequency Traders*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*,

se possa qualificarsi come indebita, sì da poter integrare eventualmente gli estremi dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate.

In effetti, benché, anche con specifico riferimento al profilo degli abusi di mercato, gran parte dell'analisi fin qui svolta in letteratura abbia affrontato il fenomeno del *trading* ad alta frequenza con precipuo riguardo agli aspetti manipolativi che possono derivare da un utilizzo erroneo e/o fraudolento di tale tecnica di negoziazione e ai rischi correlati per la stabilità degli scambi⁷ (mentre, di contro, minor attenzione è stata dedicata al rapporto tra *trading* ad alta frequenza e abuso di informazioni privilegiate), interrogarsi in merito alla configurabilità di pratiche di *insider trading* non rappresenta un esercizio di mera riflessione teorica, sol che si ponga mente, tra l'altro, ai due seguenti episodi che hanno riguardato il fenomeno degli HFT in Europa e negli Stati Uniti.

Nell'Unione europea, una recente vicenda⁸ – di cui si dirà più diffusamente *infra* – ha visto protagonista Euronext-Amsterdam, la quale, tramite l'utilizzo della piattaforma Optiq, parrebbe aver concesso dei vantaggi di natura informativa ai *trader* HFT che usufruivano dei servizi di co-ubicazione e dei flussi diretti di dati (concetti tecnici su cui si tornerà nei prossimi due paragrafi) forniti

2012, 1199 ss.; A. PUORRO, *High Frequency Trading: una panoramica*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, disponibile su www.bancaditalia.it, 10 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 991 ss.; F. CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 195 ss.; M. PALMISANO, *L'abuso di mercato nell'era delle nuove tecnologie. Trading algoritmico e principio di personalità dell'illecito penale*, in *Dir. pen. cont.*, 2019; P. LUCANTONI, *L'High Frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica del mercato*, in *AGE*, 2019, 297 ss., EAD., *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclorazia dell'algoritmo e gamification del contratto di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 114 ss.; M. BERTANI, *Trading algoritmico ad alta frequenza e tutela dello «slow trader»*, in *AGE*, 2019, 261 ss., A. NUZZO, *Contenuti e forme dell'informazione societaria tra passato presente e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, *ivi*, 571 ss.

⁷ Si pensi al *flash crash* del 6 maggio 2010, in cui i mercati azionari USA hanno perso oltre il 10% in pochi minuti per poi recuperare rapidamente nella stessa giornata. In quella circostanza l'operare degli HFT ha amplificato il ribasso dei prezzi, come analizzato anche in base ad alcuni studi della SEC (*Securities and Exchange Commission*): *Findings regarding the market events of May 6, 2010 report of the staffs of the cftc and sec to the joint advisory committee on emerging regulatory issues*, disponibile su <https://www.sec.gov/files/marketevents-report.pdf>. Si pensi altresì a quanto avvenne nel corso di quindici minuti sui mercati finanziari americani in occasione del *flash crash* del 23 aprile del 2013: a seguito della falsa notizia di un attentato a Barack Obama, gli HFT hanno processato la notizia prima di ogni altro operatore, intuendo un effetto ribassista sui mercati e, dunque, anticipandone la verifica e amplificandone la portata. Nell'arco di quindici minuti gli operatori algoritmici hanno maturato 600 milioni di dollari di profitti. Sul tema, in letteratura, v. gli Autori citati alla nota precedente.

⁸ Het Financieel Dagblad, *Euronext Geeft Fiertshandlaren Anzichtbase Voorsprong*, 5 ottobre 2020; disponibile al seguente indirizzo: <https://fd.nl/beurs/1358641/euronext-geeft-flitshandelaren-onzichtbare-voorsprong-olb1caYxA4WA>.

dalla medesima Euronext-Amsterdam: segnatamente, tramite l'utilizzo combinato dei suddetti servizi, che consente di ricevere informazioni post-negoziazione in anticipo rispetto agli altri operatori, i *trader* HFT avrebbero avuto la possibilità di accedere ad informazioni afferenti ad operazioni di cui loro stessi erano parte (*i.e.* l'avvenuta esecuzione dell'operazione stessa) prima degli altri *trader*. Questo vantaggio, seppur minimo (in termini di secondi e frazioni di essi), avrebbe consentito altresì ai *trader* HFT di effettuare stime più precise sulla domanda e l'offerta di un titolo nonché prevedere più accuratamente le fluttuazioni dei prezzi⁹.

Negli Stati Uniti¹⁰, lo squilibrio informativo che consegue dall'utilizzo combinato dei servizi di co-ubicazione e flussi diretti di dati forniti dalle sedi di negoziazione ai *trader* HFT ha particolarmente interessato la *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹¹, la quale, nel dicembre 2020, ha approvato una proposta di modifica della regolamentazione in materia di raccolta e distribuzione dei dati di mercato¹²: la proposta – di cui si dirà più diffusamente *infra* – aveva come obiettivo quello di garantire un'informazione qualitativamente e quantitativamente migliore e più veloce anche ai *trader* che non possono permettersi gli ingenti investimenti connessi ai flussi diretti di dati forniti privatamente dalle piattaforme di mercato¹³. La proposta ha tuttavia trovato la ferma opposizione delle principali sedi di negoziazione (*i.e.* NYSE e NASDAQ)¹⁴, le quali hanno – in parte con successo¹⁵ – im-

⁹ Sulla vicenda, v. per tutti M.J. GILTJES, A. PIJLS, *Informational Advantages of Euronext Trading System: Colocation and Private Feeds*, in *Oxford Business Law Blog*, 26 marzo 2021, disponibile presso <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/informational-advantages-euronexts-trading-system-colocation-and>; da ultimo, v. M.J. GILTJES, *The Relevance and Regulation of Microsecond Differences in the Era of High-Frequency Trading: Private Feeds, Transaction Confirmations and Co-location*, in 18 *Cap. Mark. L. J.*, 2024, 1 ss.

¹⁰ Negli Stati Uniti il dibattito sull'*High Frequency Trading* ha acquisito una dimensione di rilievo, anche mediatica, già nel 2014 grazie alla pubblicazione del libro di M. LEWIS, *Flash Boys. A Wall Street Revolt*, in cui l'autore sosteneva che il mercato borsistico statunitense fosse sostanzialmente "truccato" in favore dei *trader* HFT, i quali godevano di ingenti profitti, a scapito dei c.d. *slow trader*, accedendo, secondo l'autore, ad informazioni non pubbliche; sul punto, v. M. PHILIPS, *Is High-Frequency Trading Insider Trading?*, Bloomberg Businessweek, 4 aprile 2014; M. PHILIPS, D. MICHAELS, S. BRUSH, *High-Frequency Trading an Enigma for SEC After Years as Priority*, Bloomberg Businessweek, 10 aprile 2014.

¹¹ FINANCIAL TIMES, *US market data shake-up aims to narrow high-frequency advantage*, 15 febbraio 2020, disponibile presso <https://www.ft.com/content/3b0ff0ce-4f83-11ea-95a0-43d18ec715f5>.

¹² *Id.*, *US exchanges face added pressure on data fees under SEC clampdown*, 9 dicembre 2020, disponibile presso <https://www.ft.com/content/b405e08d-d65f-4251-a293-00d75499e4ee>.

¹³ Disponibile presso <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-311>.

¹⁴ FINANCIAL TIMES, *US stock exchanges sue SEC over data rule changes*, 10 febbraio 2021, disponibile presso <https://www.ft.com/content/e5e707d0-6914-4331-a50b-97d44f785f1f>.

¹⁵ Sul punto J. MCRANK, *U.S. Exchanges Win Court Appeal on SEC Market Data Order*, 6

pugnato la modifica, sostenendo, tra le altre cose, che la proposta arrecasse una ingiustificata lesione al legittimo *business* dei flussi diretti di dati gestito dalle stesse piattaforme di mercato.

Anche alla luce di questi episodi concreti, gli HFT – riguardati *sub specie insider trading* – paiono implicare un duplice livello di asimmetria informativa, la cui liceità val la pena indagare: la prima, quasi ontologica, rispetto all'insieme degli investitori (umani) non algoritmici; la seconda, più contingente (e legata a specifiche dinamiche anche negoziali), tutta interna alla categoria degli *algo-trader* (a seconda della disponibilità anticipata di talune informazioni di mercato).

Presupposto indefettibile per tale indagine è la verifica, dal punto di vista normativo, che la/e informazione/i di cui essi vengono a disporre possa/no essere effettivamente qualificata/e come “privilegiata/e” (o, detto altrimenti, se ricorrano o meno tutti i requisiti che definiscono un’informazione come privilegiata).

Ciò, perlomeno, nella prospettiva di analisi europea. Poiché, anche per effetto di differenti genesi e sviluppo della disciplina in materia di *insider trading* negli Stati Uniti e nell’Unione europea, che conduce in definitiva ad una dissimile *ratio* incriminatrice, la risposta alla domanda di ricerca sarà affatto diversa con riferimento ai due ordinamenti: invero, la conclusione è che, alla luce della vigente normativa statunitense ed europea in materia di abusi di mercato, l’HFT non può integrare gli estremi dell’illecito di *insider trading* nell’ordinamento americano, mentre, stante la “rigida” *ratio puniendi* che informa il divieto di abuso di informazioni privilegiate in quello eurounitario, lo squilibrio derivante dall’utilizzo da parte degli HFT delle informazioni messe a loro disposizione dalle sedi di negoziazione attraverso i servizi di co-ubicazione e *private feed* potrebbe essere ascritto, in assenza di apposita esenzione normativa, allo spettro applicativo dell’illecito di *insider trading*. Ciò vieppiù alla luce della deriva, certamente da stigmatizzare, verso un ipertrofico ricorso – peraltro già abbastanza comune nel diritto, specie giurisprudenziale, del mercato dei capitali europeo – in chiave vagamente eticizzante all’archetipo dell’*insider trading* per sanzionare ogni concreta o presunta situazione di squilibrio informativo.

Al fine di dimostrare quanto precede, il presente contributo verrà pertanto strutturato come segue.

In primo luogo, si procederà a descrivere il fenomeno dell’HFT da un punto di vista tecnologico e operativo, illustrando precipuamente le “fonti” della summenzionata asimmetria informativa, ossia la co-ubicazione e i flussi diretti di dati.

Successivamente, seguirà un’analisi diacronica dei due ordinamenti di riferi-

luglio 2022, disponibile presso <https://www.reuters.com/markets/us/us-exchanges-win-court-appeal-sec-market-data-order-2022-07-05/>.

mento in questo ambito, ossia quello degli Stati Uniti¹⁶ e quello dell'Unione europea¹⁷.

Infine, dopo aver dimostrato che l'HFT potrebbe rappresentare un'epifania di *insider trading* (negli ordinamenti considerati), si rifletterà sulle possibili implicazioni, non soltanto *de jure condendo* ma propriamente "di sistema", del fatto che il vantaggio informativo proprio degli HFT rischi concretamente di collidere con il principio di parità di accesso alle informazioni che informa la disciplina dell'Unione europea.

2. HFT: analisi del fenomeno.

Per descrivere da un punto di vista strutturale ed operativo l'HFT, si può utilmente partire dalla ricognizione normativa europea del fenomeno che, nella MiFID II¹⁸, definisce il *trading* algoritmico come una tecnica di «negoiazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la

¹⁶ Quanto alla disciplina statunitense, partendo dalla *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla regolamentazione della SEC contenuta nella *Rule 10b-5*, si analizzerà lo sviluppo (quasi pirandelliano) del percorso, prevalentemente giurisprudenziale, di tale ordinamento in cerca (non di autore ma) di una *ratio* soddisfacente per l'illecito di abuso di informazioni privilegiate: dall'originaria regola "*disclose or abstain*" alle pronunce a firma del giudice Powell, che hanno posto a fondamento dell'illecito la violazione di un "*fiduciary duty*" da parte di un *corporate insider*, sino alla *misappropriation theory*, in forza della quale non è invece necessario che il *trader* sia un *corporate insider* ai fini della configurazione dell'illecito. Infine, come ultima tappa (per il momento) di siffatto percorso, verrà analizzata la recente proposta, attualmente in Senato, di *Insider Trading Prohibition Act* (ITPA). All'esito di tale disamina, resta comunque il fatto che l'elemento qualificante del divieto di *insider trading* negli Stati Uniti, al netto delle modifiche intervenute nel corso del tempo, risiede nell'illiceità della modalità di acquisizione delle informazioni privilegiate, dal momento che l'*insider trading* nella declinazione statunitense appare imperniato attorno al compimento di condotte *lato sensu* fraudolente.

¹⁷ Di converso, pur forse con un eccesso di sintesi, con riferimento alla disciplina eurolunitaria, si può dire che, indipendentemente dalle modalità di acquisizione, ciò che rileva è la effettiva detenzione di un'informazione privilegiata, attorno alla quale viene costruito un divieto assoluto di negoziazione, a sua volta presidio e garanzia di una (tendenziale) parità di accesso alle informazioni, anche in chiave di tutela della trasparenza del mercato: ciò è, infatti, quanto emerge dalla sequenza che, a partire dalla direttiva 89/592/CE, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, conduce alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (c.d. MAD), fino poi al regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato (c.d. MAR).

¹⁸ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite».

Quanto all'HFT – che viene concepito in rapporto di *species* a *genus* rispetto al *trading* algoritmico – la medesima disciplina lo definisce come «qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione; c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni».

Se, dunque, la negoziazione algoritmica si qualifica come una tecnica che garantisce un aumento di liquidità, una simultanea partecipazione a diverse sedi di negoziazione e una più efficiente gestione degli ordini dei clienti, l'HFT si caratterizza, più specificamente, per l'impiego degli algoritmi, nella fase di esecuzione delle operazioni nonché in quella, antecedente, di ideazione o decisione di compierle; fase quest'ultima che, a sua volta, non è più (necessariamente) appannaggio della determinazione dei soggetti-persone fisiche, bensì dei calcoli matematici elaborati dagli stessi sistemi algoritmici, ora in grado di prendere decisioni autonome¹⁹.

Segnatamente, gli HFT sono in grado, in pochi millisecondi, di portare a termine un'operazione e liquidarla, nonché di modificare o annullare più volte un ordine di acquisto o vendita, subito dopo averlo immesso nel mercato, in modo da adattarlo immediatamente ai cambiamenti intervenuti nel frattempo²⁰. Gli HFT sono, inoltre, capaci di apprendere dal contesto in cui operano, modificando le proprie strategie operative, senza la necessità di ricevere istruzioni aggiuntive rispetto a quelle inizialmente impartite dal programmatore-persona fisica²¹. Pertanto, gli HFT hanno un vantaggio competitivo, di natura (para-)cognitiva, dovuto alla loro superiorità in termini di velocità operativa, il che, unitamente all'accesso preferenziale a talune informazioni di mercato, consente loro di modificare i prez-

¹⁹ In concreto, una “rigida” distinzione concettuale tra le varie “fasi” va perdendo spessore. Ad es., adesso, la fase dell'ideazione può essere adottata anche dai c.d. *algo slow-trader*, come può succedere, in ipotesi, nel caso di un investitore istituzionale (*slow trader*) che utilizzi un algoritmo per decidere “se” coprire una posizione, con quale tempistica e con quale aggressività di esecuzione degli ordini.

²⁰ V. nt. precedente.

²¹ *Ibidem*.

zi dei titoli su cui commerciano, prima che le informazioni di mercato raggiungano i c.d. *slow trader*²².

Tale inquadramento è, del resto, coerente anche con la ricostruzione che si dà del fenomeno negli Stati Uniti, ove, con approccio meramente descrittivo anziché prescrittivo (in ciò distinguendosi dall'impostazione europea), la SEC, già nel 2010, diceva degli HFT che, sebbene «[t]he term is relatively new and is not yet clearly defined [and ...] typically is used to refer to professional traders acting in a proprietary capacity that engage in strategies that generate a large number of trades on a daily basis [...], characteristics often attributed to [...] firms engaged in HFT are: (1) the use of extraordinarily high-speed and sophisticated computer programs for generating, routing, and executing orders; (2) use of co-location services and individual data feeds offered by exchanges and others to minimize network and other types of latencies; (3) very short timeframes for establishing and liquidating positions; (4) the submission of numerous orders that are cancelled shortly after submission; and (5) ending the trading day in as close to a flat position as possible (that is, not carrying significant, unhedged positions overnight)»²³.

In definitiva, il fenomeno in questione, pur riguardato, da diversa prospettiva, in ambo gli ordinamenti pare presentare un comune nucleo essenziale di contenuto, i cui elementi qualificanti sono: a) la vicinanza “fisica” agli scambi (c.d. co-ubicazione); b) i flussi di dati diretti sulle attività di scambio; c) la programmazione (algoritmica) che consente una reazione immediata a nuove informazioni.

2.1. Co-ubicazione.

Concentrandoci sui primi due elementi qualificanti summenzionati, per quel che concerne la co-ubicazione, si può dire che la stessa definisce la capacità dei *trader* di posizionare fisicamente i propri *server* accanto a quelli di una sede di negoziazione²⁴.

Poiché la velocità è essenziale, l'HFT è in sostanza vincolato dalla geografia. Se gli ordini di un operatore devono percorrere lunghe distanze per raggiungere una sede di negoziazione, si pone un problema competitivo rispetto ai concorrenti situati in una posizione più prossima alle sedi di negoziazione. Le distanze ritardano l'arrivo degli ordini di un *trader*, aumentando altresì il tempo necessario allo stesso per ricevere informazioni dalla medesima sede di negoziazione.

In siffatto contesto, la co-ubicazione è divenuta un vero e proprio servizio che

²² V. anche Y. YADAV, *Insider Trading and Market Structure*, in *UCLA L. Rev.*, 2016, 971 ss.

²³ V. *Concept Release on Equity Market Structure*, *Exchange Act Release* No. 61,358, 75 Fed. Reg., 2010, disponibile presso <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358fr.pdf>.

²⁴ V. J.A. BROGAARD ET AL., *High Frequency Trading and Price Discovery*, 2014, disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928510.

le sedi di negoziazione offrono agli operatori, garantendo la vicinanza fisica ai *server* da cui transitano gli ordini di scambio. Tale vicinanza comporta, infatti, significativi vantaggi competitivi: un *trader* può acquisire in tal modo il miglior prezzo di offerta disponibile per un titolo quotato dal momento che il suo ordine arriva ai motori di abbinamento dello scambio più velocemente di quelli di un concorrente più “distante”²⁵.

La co-ubicazione rappresenta anche un beneficio per le sedi di negoziazione, dal momento che consente loro di conseguire vantaggi economici e reputazionali nella misura in cui contribuisce ad aumentare la redditività degli scambi. Le principali sedi di negoziazione, infatti, addebitano commissioni di co-ubicazione agli operatori che vogliono avvalersi del servizio²⁶.

Dal punto di vista normativo, in Europa, la MiFID II disciplina la co-ubicazione mirando a garantire che le norme sul punto siano «trasparenti, eque e non discriminatorie». A tal fine, l'art. 48, par. 12, lett. d), MiFID II richiede alle sedi di negoziazione di offrire tali servizi su base non discriminatoria, equa e trasparente e di garantire che le strutture tariffarie non creino incentivi per condizioni commerciali o abusi di mercato²⁷. Al fine di considerare come “equo” e “non discriminatorio” il servizio di co-ubicazione offerto da una sede di negoziazione, è necessario che, sulla base di criteri oggettivi, lo stesso sia fornito a tutti gli utenti alle stesse condizioni e tariffe, senza alcun obbligo di acquisto di servizi *in bundle*.

In definitiva, la MiFID II non ritiene illegittima – ma, anzi, regolandola, la considera “fisiologica” o strutturale – l’asimmetria informativa che, nei fatti, si verifica tra gli investitori e che deriva da servizi di co-ubicazione (e, come si vedrà, flusso diretto dei dati) forniti dalle sedi di negoziazione²⁸.

Negli Stati Uniti, allo stesso modo, le sedi di negoziazione devono garantire che i termini in base ai quali offrono servizi di co-ubicazione siano presentati alla SEC per la revisione e siano conformi alla normativa vigente sugli scambi com-

²⁵ Grazie alla co-ubicazione, un *trader* potrebbe ridurre il suo tempo di esecuzione di un millisecondo, il tempo che normalmente impiegherebbe il suo ordine a percorrere 100 miglia. Di qui, la società di ricerche di mercato statunitense TabbFORUM ha stimato che solo un millisecondo di vantaggio nel *trading* può tradursi in 100 milioni di dollari di vantaggio per un *trader* nel corso di un anno. V. T. OBERHAUS, *High Frequency Trading: The Colocation Advantage*, TABB FORUM, 2014 disponibile presso <http://tabbforum.com/opinions/high-frequency-trading-the-co-location-advantage>.

²⁶ In questo senso, v. MARKETS MEDIA, *Can We Get Closer: What's Next in Co-Location?*, 2012, disponibile presso <http://marketsmedia.com/closer-whats-co-location>.

²⁷ La disciplina di dettaglio dei servizi di co-ubicazione è contenuta nel regolamento delegato (UE) 2017/573 della Commissione, del 6 giugno 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti volti a garantire che i servizi di co-ubicazione e le strutture delle commissioni siano equi e non discriminatori.

²⁸ V., in questo senso, G. BALP, G. STRAMPELLI, (nt. 4), 379.

merciali e alle leggi sui titoli rispettivamente applicabili. Segnatamente, ai sensi del *Securities and Exchange Act* del 1934, i servizi di scambio devono essere resi disponibili ai *trader* in modo non discriminatorio, senza danneggiare gli investitori e in maniera tale da non disturbare il funzionamento di un mercato libero e aperto²⁹. Eventuali commissioni applicate per il servizio di co-ubicazione devono essere rese pubbliche e devono essere economicamente “ragionevoli”³⁰.

2.2. Accesso alle informazioni: flusso diretto dei dati.

Anche per quanto concerne il secondo elemento sopra menzionato, i flussi diretti di dati, l'attuale regolamentazione nei due ordinamenti considerati consente agli HFT di ricevere tali flussi direttamente dalle sedi di negoziazione³¹. Tuttavia, come già anticipato, le possibili disparità informative connesse ai flussi diretti di dati hanno fatto discutere sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea.

Partendo stavolta dagli Stati Uniti, giova ricordare che, in tale ordinamento, è ritenuto d'interesse del legislatore che le diverse sedi di negoziazione competano tra loro per offrire il miglior prezzo per i titoli quotati e far sì che questo prezzo venga visualizzato pubblicamente.

L'obiettivo di politica legislativa perseguito è semplice: gli investitori devono essere in grado di negoziare al miglior prezzo visualizzato nel *National Market System* (NMS)³². Per ottenere questo prezzo, detto *National Best Bid Offer* (NBBO), per qualsiasi titolo, le sedi di negoziazione devono inviare regolarmente le loro migliori quotazioni presso un *repository*: il *Security Information Processor* (SIP), progettato per consolidare queste informazioni, aggregare le varie quotazioni e fornire l'NBBO per il mercato. Il SIP garantisce che l'NMS generi continuamente l'NBBO per gli investitori e mantenga un *benchmark* chiaro per salvaguardare gli investitori da eventuali speculazioni³³.

Sebbene le finalità connesse al suddetto meccanismo siano volte a garantire la parità di informazione tra gli investitori, il processo di generazione dell'NBBO crea anche *deficit* informativi e costi di elaborazione.

In primo luogo, crea un ritardo nel sistema. Le informazioni devono essere presentate al SIP, che consolida tutti i dati e genera l'NBBO per il mercato. Chiaramente, questo processo, per quanto celere possa essere, richiede comun-

²⁹ *Securities Exchange Act*, 1934, § 6(b)(5), 15 U.S.C. 78f(b)(5).

³⁰ *Securities Exchange Act*, 1934, § 6(b)(4), 15 U.S.C. 78f(b)(4).

³¹ Sul punto v. G. STONE, *SIP vs. Direct Feeds Latency: What Are the Rules?*, *Bloomberg Tradebook* 2014, disponibile presso <http://www.bloombergtradebook.com/blog/sip-vs-direct-feeds-latency-rules>.

³² *Regulation National Market System Rule* 600, 17 C.F.R. § 242.600 (2010); *Regulation National Market System Rule* 611, 17 C.F.R. § 242.611.

³³ In questo senso, v. Y. YADAV, (nt. 22), 998.

que un certo margine di tempo. Nei millisecondi necessari al SIP per fornire il prezzo visualizzato, gli HFT, grazie alle informazioni ricevute “individualmente” tramite i flussi diretti di dati, potrebbero compiere (e in effetti compiono) le prime operazioni e i prezzi ne risentirebbero (e in effetti ne risentono). Pertanto, nel momento in cui il SIP trasmetta un prezzo, questo dato rischia di essere, di fatto, già obsoleto³⁴.

In secondo luogo, le informazioni che le sedi di negoziazione devono fornire per generare l'NBBO – le loro migliori quotazioni per acquistare e vendere un titolo – hanno un relativo contenuto informativo³⁵: per avere un quadro più completo, sarebbero opportuni maggiori dettagli, come, ad esempio, la dimensione degli ordini di un determinato titolo, i soggetti che stanno facendo *trading* e le rispettive strategie³⁶. Inevitabilmente, i ritardi accumulati nell'invio dei dati al SIP, così come le lacune informative dei dati che vengono inviati, evidenziano la necessità di maggior celerità e qualità delle informazioni. Con il *trading* che avviene in microsecondi, anche i piccoli ritardi nella generazione dell'NBBO sono significativi.

In considerazione di tali *deficit* strutturali, le sedi di negoziazione, insieme a una serie di specialisti della raccolta dati, hanno deciso di offrire l'accesso ai flussi diretti di dati tramite un collegamento tra i propri *server* e quelli appartenenti ai singoli *trader*.

I flussi diretti di dati apportano notevoli vantaggi a tutti i *trader* che li ricevono, ma soprattutto a quelli che già si avvalgono della co-ubicazione. Piuttosto che fare affidamento sul SIP per ricevere l'NBBO, i *trader* possono definire da sé il miglior prezzo di mercato. Raccogliendo dati dalle diverse piattaforme di mercato, analizzandoli e stimando il proprio miglior prezzo, i *trader* sono in grado di calibrare privatamente un *benchmark* più affidabile e veritiero. I singoli *trader* possono anche sviluppare un quadro più dettagliato dell'attività di mercato: infatti, i dati inclusi nei flussi diretti sono spesso molto più approfonditi delle informazioni fornite al SIP. Le sedi di negoziazione sono altresì in grado di fornire una varietà di servizi ai *trader*, offrendo loro una scelta tra i possibili flussi acquistabili, che variano nella profondità e nei dettagli informativi forniti³⁷.

La regolamentazione negli Stati Uniti³⁸ richiede che le sedi di negoziazione forniscano un ampio accesso ai propri dati. In quanto elementi centrali dell'infra-

³⁴ Sulla “lentezza” dell'NBBO rispetto ai flussi diretti di dati, v. S. DING ET AL., *How Slow Is the NBBO? A Comparison with Direct Exchange Feeds*, in 49 *Fin. Rev.*, 2014, 313 ss.

³⁵ Da un punto di vista econometrico, la previsione derivante da queste informazioni è, comunque, valida, anche se ulteriori dettagli sarebbero utili.

³⁶ Sul punto, v. M O'HARA et al., *What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data*, 2011, disponibile presso http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1892972.

³⁷ V. S. DING et al., (nt. 34), 315 ss.

³⁸ *Regulation National Market System Rule 603*, 17 C.F.R. § 242.603

struttura del mercato, le sedi di negoziazione devono fornire informazioni a tutti gli investitori in modo equo e non discriminatorio. Tuttavia, la portata di tale obbligo è di fatto limitata, in quanto non è necessario che le sedi di negoziazione assicurino che tutti gli investitori ricevano queste informazioni contemporaneamente. In effetti, la SEC impone alle sedi di negoziazione di fornire le informazioni al SIP e di indirizzare i flussi diretti di dati contemporaneamente, il che non tiene conto dei ritardi associati al processo SIP nel fornire le informazioni agli investitori. Ciò lascia le sedi di negoziazione in grado di offrire flussi diretti di dati agli investitori che intendono pagare per il servizio, con il solo dovere di fornire contemporaneamente i dati al SIP³⁹.

La rilevata disparità nella velocità di trasmissione e nel contenuto dei flussi diretti di dati rispetto alle informazioni che emergono attraverso il SIP è stata oggetto di attenzione da parte della SEC, che, nel dicembre 2020, ha approvato una proposta di modifica della regolamentazione in materia di raccolta e distribuzione dei dati di mercato, al precipuo fine di garantire un'informazione qualitativamente e quantitativamente migliore, nonché più veloce, ai *trader* che non usufruiscono dei flussi diretti di dati⁴⁰. La proposta poggiava sulla necessità di fronteggiare il latente conflitto di interessi che, in principio, può tangere le principali sedi di negoziazione (*i.e.* NYSE e NASDAQ), le quali, se da un lato gestiscono l'attuale sistema di trasmissione dei dati al SIP – dovendo garantire gli obiettivi di trasparenza e buon andamento del mercato cui mira il *Securities Exchange Act* del 1934

³⁹ G. STONE, (nt. 31), 1.

⁴⁰ I cambiamenti proposti dalla SEC includevano, tra le altre cose: (a) l'obbligo in capo alle piattaforme di scambio di rendere pubblicamente disponibili nuove tipologie di dati, incluse informazioni inerenti il volume della domanda di acquisto o di vendita dei titoli; (b) l'aumento dei flussi di dati "non proprietari", aprendo le porte a nuovi soggetti che possano processare i dati, con l'obiettivo di sostituire l'attuale sistema imperniato attorno al SIP con un "*decentralized consolidation model*", ove le piattaforme di mercato saranno tenute a condividere i dati con tali nuovi soggetti autorizzati dalla SEC, i quali, a loro volta, condideranno i dati con il pubblico degli investitori. In altri termini, la SEC, pur lasciando alle piattaforme di scambio la definizione del contenuto del piano di diffusione dei dati di mercato, ha inteso agire in maniera poderosa sulla *governance* di tale sistema di gestione, proponendo, tra l'altro, (a) l'inclusione nell'organo collegiale che approva il piano di diffusione dei dati di mercato di soggetti diversi dalle piattaforme di scambio, muniti a loro volta del diritto di voto; (b) il raggruppamento, ai fini del voto, delle piattaforme di scambio appartenenti al medesimo gruppo societario; (c) la nomina di un amministratore dell'organo collegiale di definizione del piano di diffusione dei dati di mercato che sia indipendente da tutte le piattaforme di scambio che propongono sul mercato azionario prodotti e servizi aventi ad oggetto dati di mercato. Proprio tali punti della proposta della SEC sono stati oggetto di contestazione in giudizio da parte dalle principali piattaforme di mercato (appunto, soprattutto, NYSE e NASDAQ) che le hanno qualificate come «arbitrary and capricious under the Administrative Procedure Act (APA), 5 U.S.C. § 551 et seq., or contrary to the text and goals of the Exchange Act». La Corte di Appello federale del Circuito del *District of Columbia*, nel 2022, ha accolto soltanto la prima censura, stralciando dalla proposta della SEC la previsione relativa all'inclusione di soggetti diversi dalle piattaforme di scambio in seno all'organo collegiale che delibera il piano di diffusione dei dati.

e la successiva disciplina di attuazione –, dall'altro lato figurano tra i principali fornitori dei flussi diretti di dati, il che, di fatto, le pone in strutturale concorrenza con il SIP.

D'altro canto, in UE i flussi diretti di dati sono regolati dalle norme del regolamento (UE) n. 600/2014 del 15 maggio 2014 (MiFIR)⁴¹, sulla trasparenza pre- e post-negoziiazione, in forza delle quali le sedi di negoziazione sono tenute a rendere disponibili separatamente i dati pre-negoziiazione e post-negoziiazione e a offrire i dati sulle negoziazioni su una base commerciale ragionevole. In particolare, l'art. 6 MiFIR invita le sedi di negoziazione a rendere pubblici «i dettagli di tutte le operazioni in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile», mentre l'art. 13 richiede di fornire al pubblico le informazioni pubblicate ai sensi degli artt. 3, 4 e da 6 a 11 a condizioni commerciali ragionevoli, garantendo un accesso non discriminatorio alle informazioni. Queste ultime devono comunque essere rese disponibili gratuitamente 15 minuti dopo la pubblicazione.

La regolamentazione europea dei flussi diretti di dati si concentra, quindi, sulla trasparenza, l'accesso equo ai dati di mercato e la qualità dei dati stessi, al fine di garantire che gli intermediari finanziari forniscano ai propri clienti la migliore esecuzione possibile degli ordini⁴².

3. Il “vantaggio strutturale” degli HFT rispetto agli slow trader e il “vantaggio contingente” degli HFT destinatari dei flussi diretti di dati rispetto agli altri HFT.

Dunque, è indubbio che, tramite la co-ubicazione e, soprattutto, i flussi diretti di dati, gli HFT hanno accesso alle informazioni di mercato prima degli *slow trader*. Inoltre, grazie alla programmazione algoritmica, essi possono processare tali informazioni e fare *trading* sulla base delle stesse in tempi estremamente ridotti. In questo modo, gli HFT godono del primo accesso alle informazioni di *trading*, circostanza che consente loro di operare in anticipo rispetto alla gran parte degli operatori di mercato, “incidendo” sui prezzi dei titoli “sottostanti” a spese di detti operatori, prima che le informazioni raggiungano questi ultimi.

⁴¹ Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari.

⁴² Quanto alla previsione di un sistema di pubblicazione volto a fornire dati consolidati sui prezzi e sul volume dei titoli negoziati nei mercati europei – sul modello del SIP statunitense –, esso è stato previsto dalla proposta legislativa di modifica della MiFIR adottata il 25 novembre 2021 dalla Commissione al fine di migliorare la trasparenza complessiva dei prezzi presso le sedi di negoziazione. Cfr. Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0726&from=EN>.

Pertanto, come è stato (suggestivamente) prospettato⁴³, gli HFT potrebbero rappresentare una classe di *insider trader* “strutturali”, con un accesso prioritario alle informazioni e una capacità smisurata di influenzare la formazione dei prezzi sui mercati.

Eppure, allo stato, come già rilevato, né la disciplina positiva in ambito europeo né tantomeno quella statunitense qualificano in alcun modo come illegittima l’asimmetria informativa che nei fatti si verifica tra gli HFT e gli altri operatori del mercato.

Tuttavia, i casi sopra menzionati, riguardanti Euronext Amsterdam e l’iniziativa regolamentare della SEC, hanno attirato l’attenzione sulla possibile disparità informativa, ascrivibile alla ricezione dei flussi diretti di dati, che sussisterebbe, non tanto tra *trader* HFT e *slow trader*, bensì tra i *trader* HFT destinatari degli stessi e gli altri HFT.

Per comprendere meglio il punto oggetto di analisi, è bene, tuttavia, essere ancor più granulari, dal punto di vista tecnico, in merito all’effetto combinato di co-ubicazione e flusso diretto di dati.

Se, come è noto, la negoziazione di strumenti finanziari al giorno d’oggi avviene quasi interamente in modalità elettronica, le moderne sedi di negoziazione operano, nei fatti, come meccanismi di abbinamento di ordini degli strumenti ivi ammessi alle negoziazioni (che, a livello algoritmico, prevedono l’acquisto o la vendita di una quantità prestabilita di titoli al raggiungimento di un prezzo prestabilito per strumento finanziario) ricevuti mediante un sistema (o portale) centralizzato di raccolta di tali ordini. Dall’associazione di ordini abbinabili di segno opposto derivano le operazioni di acquisto e/o vendita dei titoli.

Di queste operazioni le sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubbliche – c.d. *public feed* – le c.d. informazioni post-negoziazione (ossia, nelle parole di MiFIR, «il prezzo, il volume e la data»). Ciò viene effettuato attraverso la comunicazione di tali dati al sopra ricordato portale centralizzato, appunto affinché dette informazioni possano essere apprese dal pubblico degli investitori.

Quando un’operazione di scambio si è verificata, oltre a rendere disponibili le informazioni post-negoziazione su tale operazione tramite il *public feed*, le sedi di negoziazione possono inviare (e, come dimostrano gli esempi concreti sopra ricordati, spesso inviano) un messaggio – una sorta di “conferma” individuale dell’avvenuta operazione (di qui, il nome ricorrente di “*private feed*”) – ai (computer degli) operatori che sono parti di quella operazione, messaggio che li informa che i loro ordini sono stati eseguiti. Il messaggio di “conferma” può contenere informazioni non trascurabili, come il prezzo al quale è avvenuta l’operazione e il numero degli strumenti finanziari compravenduti.

Idealmente, le informazioni post-negoziazione e le “conferme” delle operazioni (o, in altri termini, il *public* e *private feed*) dovrebbero essere rese disponibili in

⁴³ In questo senso v. Y. YADAV, (nt. 22), 977 ss.

modo simultaneo, di talché sia i *trader* che sono parti di un'operazione sia il resto del mercato possano ricevere le medesime informazioni nello stesso momento⁴⁴.

Al di là delle difficoltà tecniche e tecnologiche perché ciò, allo stato attuale, accada (come pure lamentato dalle sedi di negoziazione), l'effetto di asimmetria informativa si amplifica se combinato con la co-ubicazione. Infatti, allorquando le sedi di negoziazione offrono i servizi di co-ubicazione, i computer degli operatori che fruiscono di tali servizi sono fisicamente installati presso dette sedi e una connessione (di dati) diretta viene creata tra tali computer e i meccanismi di abbinamento sopra ricordati. In questo modo, siffatti operatori possono inserire (o cancellare) ordini prima degli altri operatori (che non godono dei servizi di co-ubicazione) e, soprattutto per quanto di rilievo a questi fini, ricevere in anticipo (sempre rispetto agli altri operatori, HFT/algoritmici o meno) le informazioni summenzionate successive alla conclusione dell'operazione⁴⁵.

Il vantaggio competitivo ottenuto dagli HFT co-ubicati destinatari di *private feed*, benché a prima vista possa apparire financo irrisorio, limitandosi ad un beneficio di pochissime frazioni di secondo, ad uno sguardo più attento risulta per nulla trascurabile, sotto almeno due profili.

In primo luogo, questi operatori hanno accesso ad informazioni temporaneamente non disponibili ad altri operatori e, di per sé, conoscere in anticipo un dato che quasi nessun altro possiede, seppur apparentemente relativo solo alla conclusione di un'operazione di investimento, concretizza una posizione di preminenza informativa che, amplificata dalla potenza processiva degli algoritmi *high frequency*, ne permette uno sfruttamento monetizzabile.

In secondo luogo, e forse meno intuitivamente, questi operatori sanno di essere a conoscenza di informazioni che gli altri non (ancora) conoscono e ciò consente ai primi di anticipare cosa i secondi faranno una volta raggiunta la parità informativa (con riguardo a quegli specifici dati) e di fattorizzare le loro reazioni nelle proprie strategie di investimento.

Tenuto conto di quanto precede, l'esercizio intellettuale che val la pena di condurre consiste nel valutare se tale rilevato vantaggio strutturale nell'accesso

⁴⁴ Sul tema, all'esito della consultazione avviata dall'ESMA sull'impatto dei requisiti relativi al *trading* algoritmico e al *trading* ad alta frequenza nell'ambito del regime MiFID II/MiFIR., v. ESMA, *Consultation Paper. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, ESMA70-156-2368, 18 dicembre 2020. L'Autorità ha raccomandato che le sedi di negoziazione siano tenute a divulgare determinate informazioni sui loro *feed* pubblici e privati, come ad esempio se i loro sistemi di *trading* danno priorità all'invio di informazioni tramite il *feed* privato rispetto a quello pubblico o viceversa; v. ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, ESMA70-156-4572, 28 settembre 2021.

⁴⁵ In risposta alla consultazione avviata dall'ESMA, molti operatori di mercato hanno sottolineato che non utilizzano le informazioni ottenute mediante *private feed* a guisa di informazioni privilegiate; sul tema, tuttavia, l'ESMA non ha preso una specifica posizione: v. ESMA, *Consultation Paper. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, (nt. 44), par. 365; ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR Review Report on Algorithmic Trading*, (nt. 44), par. 556.

alle informazioni possa presentare eventuali profili di (potenziale) contrasto con i principi che informano il divieto di *insider trading*, naturalmente nei due ordinamenti presi finora a riferimento (Stati Uniti e Unione europea), anche in ragione delle relative peculiarità e differenze circa le rispettive *ratio(nes) puniendi*, significativamente influenzate da genesi e sviluppo della normativa e della giurisprudenza *in subiecta materia*⁴⁶.

4. Insider trading: l'esperienza statunitense.

Cominciando l'analisi dagli Stati Uniti, peraltro il primo ordinamento in assoluto ad adottare una normativa che vietasse l'*insider trading*⁴⁷, merita ricordare che l'unica disposizione del *Securities Exchange Act* del 1934 a regolare direttamente la materia era la *Section 16*, che proibiva, tra l'altro, i c.d. *short-swing profits*⁴⁸. Tuttavia, la previsione legislativa su cui si sarebbe poi imperniato il successivo sviluppo della disciplina in questione era (ed è tuttora, salvo quanto si dirà

⁴⁶ Sul confronto tra i due ordinamenti in materia di divieto di *insider trading*, v. per tutti, M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *Eur. Co. Fin. L. Rev.*, 2014, 554 ss.; S. GILOTTA, *The Regulation of Outsider Trading in EU and the US*, *ivi*, 2016, 631 ss.

⁴⁷ Sulla disciplina in materia di *insider trading* negli Stati Uniti, senza alcuna pretesa di esaustività, v. *ex multis*: H.G. MANNE, *Insider Trading and The Stock Market*, New York, Free Press, 1966; R.A. SCHOTLAND, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, in 53 *Va. L. Rev.*, 1967, 1425 ss.; V. BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, in 93 *Harv. L. Rev.*, 1979, 322 ss.; W. WANG, *Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5?*, in 54 *South. Cal. L. Rev.*, 1981, 1217 ss.; J.R. MACEY, *Insider Trading: Economics, Politics, And Policy*, Washington D.C., American Enterprise Institute, 1991; D.C. LANGEVOORT, *Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention*, Editore?, Thomson West Print, 1991; S.M. BAINBRIDGE, *Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice Between Property Rights and Securities Fraud*, in 52 *South. Meth. U. L. Rev.*, 1999, 1589 ss.; W.K. WANG, M. I. STEINBERG, *Insider Trading*, Oxford, Oxford University Press, 2010; J.P. ANDERSON, *Greed, Envy, and the Criminalization of Insider Trading*, in 1 *Utah L. Rev.*, 2014, 5 ss.; Y. YADAV, *Insider Trading in Derivatives Markets*, in 103 *Geo. L. J.*, 2015, 381 ss.; K.E. WOODY, *The New Insider Trading*, in 52 *Ariz. St. L. J.*, 2020, 594 ss.

⁴⁸ La disposizione in questione consta – principalmente – di tre paragrafi (rispettivamente lettere (a), (b) e (c)) contenenti le seguenti regole: anzitutto, i c.d. *statutory insiders* (ossia amministratori, *manager* e soci con una partecipazione pari o superiore al 10%) sono tenuti ad informare il mercato di eventuali operazioni compiute su azioni della “loro” società entro due giorni lavorativi dall'operazione in questione; inoltre, quasi a titolo di responsabilità oggettiva, sempre agli stessi soggetti è imposta la “restituzione” (*disgorgement*) degli eventuali guadagni ottenuti lucrando sulle oscillazioni di breve periodo nel valore delle azioni (appunto i c.d. *short-swing profits*), realizzati attraverso un acquisto seguito da una successiva vendita (o viceversa) di tali azioni entro il termine di sei mesi; infine, è vietata la vendita allo scoperto di azioni della società da parte dei medesimi soggetti di cui alle lettere precedenti.

infra sui tentativi di “codificazione” in essere negli Stati Uniti) la *Section 10(b)*, la quale non solo, curiosamente, non cita affatto i termini “*insider trading*”, ma, in concreto, si limita a rimettere alla normativa secondaria, emanata dalla SEC, la definizione del perimetro della fattispecie⁴⁹. Eppure, nemmeno la regolamentazione di dettaglio della SEC del 1942, contenuta nella *Rule 10b-5*, menziona, né tantomeno definisce, l’illecito di *insider trading*⁵⁰; essa, piuttosto, rimane una “*general anti-fraud provision*”.

A definire i contorni e gli elementi caratteristici dell’*insider trading* è stata, dunque, la giurisprudenza successiva all’introduzione delle disposizioni summenzionate⁵¹, la cui diacronia, però, si è estrinsecata in un processo evolutivo tipico

⁴⁹ La *Section 10(b)* del *Securities Exchange Act* dispone che «[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered [...], any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

⁵⁰ La *Rule 10b-5* si limita, infatti, a prevedere che: «[i]t shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange [...] (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security».

⁵¹ Prima dell’introduzione legislativa di cui si discorre, il concreto perseguimento dei casi di *insider trading* si fondava sul concetto, tipico di *common law*, di *fraud*. Tuttavia, mentre l’occultamento (o, più semplicemente, la mancata rivelazione) di informazioni rilevanti era considerato come *fraud* solamente nei casi di negoziazione individuale (*face-to-face*), tale connotazione fraudolenta non veniva riconosciuta come sussistente nelle tipiche operazioni borsistiche, come tali impersonali, nel presupposto che gli *insider* per eccellenza (quali gli amministratori di società) non erano ritenuti astretti da doveri fiduciari nei confronti dei singoli azionisti (bensì nei confronti della società nel suo complesso). Si citi, ad es., il caso *Goodwin v. Agassiz* (283 Mass. 358, 186 N.E. 659 (1933)), nel quale la Corte Suprema del Massachusetts ha rigettato la richiesta di condanna di un *insider* che aveva operato in borsa sulla base di informazioni confidenziali. Più specificamente, un azionista aveva venduto le proprie azioni in una società – attiva nel settore delle estrazioni minerarie – al presidente e al direttore generale di questa società, senza che questi ultimi avessero comunicato al mercato l’esistenza di una ricerca condotta da geologi su terreni di proprietà della società, che rivelava che quei terreni potevano contenere depositi di rame di non trascurabile valore. Costoro, tuttavia, tennero l’informazione segreta e, comprendendo che il valore delle azioni si sarebbe potuto accrescere significativamente una volta che l’informazione fosse stata resa pubblica, avevano cominciato ad acquistare numerose azioni della società presso la borsa di Boston. Ebbene, la Corte ha rigettato la richiesta attorea, che contestava ai due *insider* appunto la *fraud*, sul presupposto che le operazioni di borsa, compiute secondo compravendite impersonali per lo più intermedie da soggetti professionali deputati a far incontrare domanda e offerta, non potessero presupporre un rapporto di fiduciario (tra acquirente e venditore) tale da giustificare la sussistenza di un elemento fraudolento

delle corti di *common law* (come tale non necessariamente lineare o sistematico, ma a volte persino contraddittorio) piuttosto che in una ordinata esegesi testuale del dettato normativo codificato⁵².

Non può essere questa la sede per descrivere in dettaglio l'evoluzione della disciplina statunitense in materia di *insider trading*, ma si può comunque affermare che, dei vari elementi costitutivi dell'illecito in questione (ossia, tra gli altri, (i) l'esistenza di un'informazione "privilegiata" o, appunto, negli Stati Uniti, «*material*»⁵³ e «*non-public*»⁵⁴, (ii) lo stato psicologico o soggettivo dell'autore dell'illecito⁵⁵, (iii) il compimento di un'operazione di mercato "sulla base"⁵⁶ dell'in-

nei confronti di uno specifico destinatario. Per ulteriori riferimenti alla giurisprudenza statale in materia di *insider trading* antecedente all'introduzione della disciplina federale, v., per tutti, S.M. BAINBRIDGE, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, in 52 *Wash & Lee L. Rev.*, 1995, 1189.

⁵² Come icasticamente sintetizzato dal giudice Rehnquist, nella decisione della Corte Suprema *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975), la disciplina in materia di *insider trading* è negli Stati Uniti «a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn».

⁵³ Ossia, secondo la giurisprudenza americana, se «there is a substantial likelihood that a reasonable investor would consider it important in making an investment decision» ovvero l'informazione è «substantially likely, in the eyes of the reasonable investor, to significantly alter the total mix of information available in the market»: v., tra le altre, *TSC Indus. Inc. v. Northway Inc.*, 426 U.S. 438 (1976) e *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). In ogni caso, la SEC (v. <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>), per evidenti ragioni di semplificazione, ha identificato talune informazioni, ritenute presuntivamente «material», quali, tra le altre, quelle afferenti a dati contabili e risultati di periodo, operazioni straordinarie, modifiche nella composizione degli organi sociali, situazioni di crisi dell'emittente. Non sfuggirà che trattasi di c.d. *corporate information*. Il divieto di *insider trading* scatta, però, anche in caso di c.d. *market information*. Su questa distinzione, v. *infra* par. 5.2.

⁵⁴ Ossia, sempre secondo la giurisprudenza americana, se è stata ampiamente diffusa tra il pubblico degli investitori (cfr. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2nd Cir.), cert. den. 394 U.S. 976 (1968)) ovvero se «fully impounded into the price of the particular stock» (cfr. *United States v. Libera*, 989 F.2d 596 (2nd Cir. 1993). Nel 2000, la SEC (cfr. <https://www.federalregister.gov/documents/2000/08/24/00-21156/selective-disclosure-and-insider-trading>) ha chiarito che le informazioni rese disponibili sul sito web di una società sono considerate «public» laddove la divulgazione è «reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public».

⁵⁵ Il fatto che l'*insider trading* sia ricondotto ad un illecito avente natura di *fraud* determina, nella tassonomia statunitense, che l'elemento psicologico che deve accompagnarsi alla condotta criminosa è quello di *scienter* (dal latino, consapevolmente). Tuttavia, senza voler entrare in disquisizioni dogmatiche circa la portata puntuale di tale locuzione, determinare esattamente in cosa si estrinsechi tale "consapevolezza" è (stato ed è tuttora) particolarmente dibattuto oltreoceano: mentre la giurisprudenza di ultima istanza la equipara ad *intentionality* (quindi, grosso modo, al dolo) (cfr., tra le altre, *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976)), nelle corti di grado inferiore c'è maggiore apertura ad ammettere (e cioè a considerare punibili) anche comportamenti, in un certo senso, "colposi" (ossia caratterizzati se non proprio da *negligence*, ossia colpa lieve, quantomeno da *recklessness*, ossia colpa grave al limite del dolo eventuale (per dirla con categorie concettuali di *civil*

formazione *material e non-public*), quello che ha suscitato il maggior interesse degli operatori e, quindi, in sostanza, della giurisprudenza è stato quello relativo (iv) all'individuazione di un parametro alla cui stregua valutare se gli estremi di quel «*manipulative or deceptive device or contrivance*» richiesto dalla *Section 10(b)* siano (o meno) integrati⁵⁷.

4.1. *Dalla disclose or abstain rule alle classical e misappropriation theory.*

Sul punto, premesso che, nonostante l'introduzione legislativa di rango primario e la successiva regolamentazione della SEC (di rango secondario), la repressione dell'*insider trading* a livello federale rimase in principio pressoché lettera morta per oltre 25 anni⁵⁸ e soltanto a partire dagli anni Sessanta del secolo scorso la SEC ha cominciato ad «avvalersi» della *Rule 10b-5* per sanzionare tali condotte, è opportuno ricordare che l'ultimo degli elementi costitutivi sopra menzionati è stato per un breve periodo individuato nella mancata comunicazione (del pos-

law)) (cfr., tra le altre, *SEC v. Obus*, 693 F.3d 276 (2nd Cir. 2012)). Sul punto, è comunque intervenuta la SEC che, nel 2000, ha emanato la *Rule 10b5-1* (su cui v. nt. successiva). In dottrina, sul requisito di *scienter*, v. soprattutto D.C. LANGEVOORT, *Insider trading regulation, enforcement, and prevention*, St. Paul, Minn., Thomson/West, 1991 (e successivi aggiornamenti fino al 2022), *passim*.

⁵⁶ Strettamente collegato al requisito (soggettivo) precedente è quello relativo all'«oggetto» della predetta «consapevolezza», tema efficacemente sintetizzato nell'espressione «*possession vs. use*». In altri termini, è (necessario e) sufficiente che l'autore dell'illecito sappia che l'informazione in suo possesso è *material e non-public*, di talché qualunque operazione di mercato egli compia (mentre in possesso di siffatta informazione) verrà attratta nell'alveo dell'illecito in questione (cfr., ad es., *United States v. Teicher*, 987 F.2d 112 (2nd Cir. 1993)), oppure è necessario (altresi) dimostrare che quell'informazione è stata «utilizzata» proprio al fine di compiere l'operazione di mercato in esame (cfr., ad es., *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998) o *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998))? Al di là dei diversi orientamenti giurisprudenziali sul punto, e tralasciando che l'approccio «*possession*» presenta un innegabile vantaggio pratico, legato al minor onere probatorio in sede di accertamento, che l'impostazione alternativa rende più complicato, ma, volendo, forse più aderente alla natura di illecito di *fraud* dell'*insider trading* (che quindi presuppone un profilo di approfittamento che, in assenza di consapevole utilizzo dell'informazione, verrebbe a mancare), merita ricordare che nel 2000 la SEC, nell'apparente tentativo di mediare tra le due opposte impostazioni, ha introdotto la *Rule 10b5-1*, che, al netto di talune eccezioni, appositamente individuate, presume l'«uso» («on the basis») dell'informazione *material e non-public* da parte di chiunque sia «aware» (ossia genericamente «consapevole») del carattere privilegiato della stessa, con ciò tuttavia avvicinandosi parecchio all'approccio «*possession*». In dottrina, v., per tutti, C.B. SWANSON, *Insider Trading Madness: Rule 10b5-1 and the Death of Scienter*, in 52 *U. Kan. L. Rev.*, 2003, 147 ss.

⁵⁷ Così come le tre epifanie di condotte illecite elencate nella *Rule 10b-5*. V. *supra*, nt. 39.

⁵⁸ Come sopra anticipato, non era infrequente, prima dell'introduzione della disciplina federale, che venissero contestate condotte di *insider trading* in ipotesi di negoziazioni individuali. E anche dopo il *Securities Exchange Act* e la successiva *Rule 10b-5* quelle continuarono a rappresentare l'ambito elettivo di applicazione della disciplina. Il caso *In re Cady, Roberts & Co.* (citato subito dopo nel testo) fu, invece, il primo a riguardare operazioni borsistiche impersonali, dando il la alla moderna applicazione delle regole in materia di *insider trading*.

sesto) di un'informazione *material e non-public* in occasione dell'effettuazione di un'operazione su titoli di un emittente quotato, a sua volta dovuto in base ad un principio di parità di accesso alle informazioni di tutti gli operatori di mercato. In altri termini, lo sfruttamento dell'asimmetria informativa rendeva *fraudulent* il comportamento sì da, per un verso, renderlo compatibile con la "copertura" legislativa della *Section 10(b)* (e della *Rule 10b-5*) e, per altro verso, dar luogo ad un'opzione ordinamentale binaria, poi tradizionalmente nota come "*disclose or abstain rule*" (secondo cui, appunto, o l'informazione privilegiata viene comunicata al mercato, ripristinando quella situazione – fisiologica – di parità informativa, che fa in principio venir meno ogni profilo di approfittamento di una parte a danno di un'altra, oppure è fatto divieto di utilizzarla per compravendere titoli quotati).

In tal senso, il *leading case* – che poi non fu neppure un caso giudiziario – fu appunto un procedimento amministrativo avviato dalla SEC e risalente al 1961⁵⁹ – *In re Cady, Roberts & Co*⁶⁰. La vicenda riguardava la condotta di *tipping*, ossia, come noto, la rivelazione di un'informazione *material e non-public* concernente un emittente da parte di un *insider*, che non opera sul mercato sulla base di tale informazione, ma appunto la veicola ad un terzo, il quale, invece, se ne avvale per compravendere titoli quotati. L'Autorità, riconoscendo che, nell'interpretare «[the] elements [of Section 10(b)] under the broad language of the anti-fraud provisions, we are not to be circumscribed by fine distinctions and rigid classifications»⁶¹, ritenne che la norma in questione potesse trovare applicazione ogniquale volta due elementi fossero in concreto presenti (elementi che, tuttavia, non avevano alcun puntuale riferimento testuale in tale disposizione): «first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone; and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom is dealing»⁶².

Il valore "vincolante" della regola "*disclose or abstain*" – tipico del precedente

⁵⁹ Il caso riguardava i fatti che seguono. Il consiglio di amministrazione della società *Curtiss-Wright* aveva deliberato di ridurre i dividendi da distribuire trimestralmente ai soci. Il sig. *J. Cheever Cowdin*, amministratore della *Curtiss-Wright* e al contempo socio della società di intermediazione mobiliare *Cady, Roberts & Co.*, conoscendo la notizia nella sua veste di amministratore della prima, comunicava ad un suo socio, il sig. *R.M. Gintel*, la decisione adottata dalla *Curtiss-Wright* in merito ai dividendi. A sua volta, sulla base di tale informazione, *Gintel* vendeva immediatamente ingenti quantità delle azioni di tale società detenute nei conti dei propri clienti. Questi ultimi, pertanto, grazie a tale operazione, evitarono perdite significative poiché non subirono gli effetti pregiudizievoli conseguenti al crollo del valore delle azioni *Curtiss-Wright* quando il "taglio" dei dividendi fu annunciato al mercato.

⁶⁰ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

⁶¹ *Ibidem*.

⁶² *Ibidem*.

giurisprudenziale negli ordinamenti di *common law*, come tale molto affievolito in un (mero) procedimento amministrativo quale *Cady* – fu raggiunto pochi anni dopo, nel 1968, con la decisione *SEC v. Texas Gulf Sulphur*⁶³. In quella circostanza, i giudici federali hanno accolto la prescrizione “*disclose or abstain*”, dando particolare rilievo al criterio della parità di accesso alle informazioni, da intendersi quale principio fondamentale per la protezione degli investitori e dell’integrità del mercato, e rilevando che la *Rule 10b-5* mira(va) a garantire che «all investors trading on impersonal exchanges have relatively equal access to material information» e che «all members of the investing public should be subject to identical market risks»⁶⁴.

In ogni caso, così come la teoria della parità informativa non trovava salde radici esegetiche nella lettera delle disposizioni richiamate per fondare la natura federale dell’illecito di *insider trading*, allo stesso modo la teoria c.d. “classica”, che dopo poco più di 10 anni la soppiantò (pressoché definitivamente), prescindeva del tutto da qualsivoglia appiglio testuale ricavabile tanto dalla *Section 10(b)* quanto dalla *Rule 10b-5*. Piuttosto, argomentando in termini di *policy*, la Corte Suprema degli Stati Uniti – in persona dell’influente (e, alla luce degli sviluppi successivi, determinante) giudice Powell⁶⁵ – ha opinato che il mero possesso di

⁶³ *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968). Il caso riguardava i fatti seguenti: nel 1959, *Texas Gulf Sulphur* (TGS) avviò delle indagini geologiche su taluni territori in Ontario, asseritamente ricchi di giacimenti di rame e zinco. Quando la conclusione di tali indagini confermò siffatte illazioni, il *top management* della società non soltanto non diede comunicazione di tale informazione, ma impose ai dipendenti (e ai consulenti) coinvolti nelle analisi di mantenere il massimo riserbo sulla vicenda. Nel frattempo, nel 1963 TGS acquisì la proprietà di quei terreni e i relativi diritti di estrazione delle materie prime ivi contenute. Tuttavia, prima di rendere pubblica la notizia nel 1964, un certo numero di dipendenti coinvolti nell’operazione acquistò azioni o opzioni di TGS, mentre altri trasferirono a terzi l’informazione in questione. Quando, ad informazione comunicata al mercato, il valore delle azioni TGS aumentò di oltre il 222%, coloro che avevano acquistato i predetti titoli conseguirono ingenti profitti.

⁶⁴ *Ibidem*. Più in particolare, la Corte ha argomentato che «the essence of the Rule is that anyone who, trading for his own account in the securities of a corporation has “access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone” may not take “advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing”, i.e., the investing public. [...] Insiders, as directors or management officers, are, of course, by this Rule, precluded from so unfairly dealing, but the Rule is also applicable to one possessing the information who may not strictly termed an “insider”. [...] The core of Rule 10b-5 is the implementation of the Congressional purpose that all investors should have equal access to the rewards of participation in securities transactions. It was the intent of Congress that all members of the investing public should be subject to identical market risks, which market risks include, of course, the risk that one’s evaluative capacity or one’s capital available to put at risk may exceed another’s capacity or capital. The insiders here were not trading on an equal footing with the outside investors».

⁶⁵ Sull’apporto del giudice Powell alla configurazione dell’*insider trading* negli Stati Uniti v., tra gli altri, A.C. PRITCHARD, *Justice Lewis F. Powell, Jr. and the Counterrevolution in the Federal Securities Laws*, in 52 *Duke L. J.*, 2003, 841 ss.

un'informazione *material e non-public* non fosse sufficiente ad attivare un (generalizzato) divieto di operazioni sui titoli, a meno di non immaginare l'esistenza di una fonte "a monte" che imponesse un onnicomprensivo dovere di trasparenza da parte di tutti gli operatori di mercato⁶⁶. Dovere che, però, fu ritenuto insussistente, all'epoca, perlomeno se fondato su una mera situazione di asimmetria informativa. Al contrario, la fonte in parola fu rinvenuta dalla Corte nella necessaria (pre)esistenza di un rapporto fiduciario tra le parti di un'operazione⁶⁷, la cui violazione giustificava appunto l'imposizione della regola *disclose or abstain*.

Pertanto, con una sequenza di due decisioni nel breve volgere di pochi anni – *Chiarella v. United States*⁶⁸ e *Dirks v. SEC*⁶⁹ –, la Corte Suprema ha completa-

⁶⁶ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), secondo cui, tra l'altro, «we cannot affirm the petitioner's conviction without recognizing a general duty between all participants in market transaction to forgo actions based on material, nonpublic information. Formulation of such a broad duty, which departs radically from the established doctrine that duty arises from a specific relationship between two parties, should not be undertaken absent some explicit evidence of congressional intent. [...] No such evidence emerges from the language or legislative history of § 10(b). Moreover, neither the Congress nor the Commission ever has adopted a parity-of-information rule».

⁶⁷ *Chiarella v. United States*, cit., secondo cui, tra l'altro, «one who fails to disclose material information prior to the consummation of a transaction commits fraud only when he is under a duty to do so. And the duty to disclose arises when one party has information «that the other [party] is entitled to know because of a fiduciary or other similar relation of trust and confidence between them» (citando il Restatement (Second) of Torts, §551(2)(a) (1976)) [n.d.r.]».

⁶⁸ *Chiarella v. United States*, cit. Il caso riguardava i fatti seguenti: il sig. *Chiarella* era un dipendente della società *Pandick Press*, impresa tipografica frequentemente selezionata per la stampa di documenti concernenti operazioni finanziarie, quali, ad es., tra gli altri, quelli necessari per il lancio di un'offerta pubblica di acquisto. Nonostante la *Pandick Press* oscurasse regolarmente i nomi delle società che le conferivano gli incarichi di stampa, nella circostanza in esame *Chiarella* riusciva a risalire ai dati di due società coinvolte in un'OPA e acquistava azioni della società *target* prima dell'annuncio del lancio dell'offerta, guadagnando così circa 30.000 dollari dalla successiva rivendita al prezzo incrementato. Per ciò, a *Chiarella* veniva ascritto l'illecito di *insider trading* dai giudici sia di primo che di secondo grado (*SEC v. Chiarella*, 77 Civ. 2534 (S.D.N.Y. 1977); *United States v. Chiarella*, 588 F.2d 1358 (2nd Cir. 1978)), mentre, come illustrato nel testo, la Corte Suprema ha poi definitivamente ribaltato il verdetto perché fu riconosciuto che *Chiarella* non aveva alcun rapporto fiduciario con le società coinvolte nell'operazione di acquisizione.

⁶⁹ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). Il caso riguardava i fatti seguenti: il sig. *Dirks*, un analista di mercato, aveva scoperto talune operazioni contabili fraudolente, nelle quali era coinvolta la società *Equity Funding Corp. of America* (di seguito *Equity Funding*), anche grazie alle informazioni ricevute dal sig. *Secrist*, un ex dirigente di *Equity Funding*. *Dirks* non soltanto cercò di informare la SEC di quanto aveva scoperto, ma provò anche con il *Wall Street Journal* – il quale, tuttavia, si rifiutò di pubblicare la notizia, in assenza di puntuali riscontri, temendone il contenuto o comunque l'effetto potenzialmente diffamatorio –, nonché, infine, rivelò la notizia ad alcuni dei suoi clienti, i quali immediatamente vendettero le loro partecipazioni nella società. Quando gli illeciti contabili di *Equity Funding* vennero alla luce, tra le altre cose la SEC avviò delle indagini sulla società, che ben presto si allargarono a *Dirks*, il quale fu subito accusato di *insider trading* perché aveva divulgato ai suoi clienti le informazioni concernenti *Equity Funding*, a sua volta apprese da *Secrist*. Mentre nei primi due gradi di giudizio *Dirks* venne ritenuto colpevole, facendo le condanne pedissequa applica-

mente ribaltato l'impostazione precedente, ponendo a fondamento dell'*insider trading* la violazione di un (preesistente) dovere fiduciario tra le parti di un'operazione⁷⁰.

Orbene, se quest'impostazione risulta di (tutto sommato) agevole applicazione allorquando l'operazione venga posta in essere dai c.d. *insider* classici (o, per dirla con categorie concettuali a noi più note, gli *insider* primari) – ossia amministratori, *officer* e, a determinate circostanze, anche azionisti di controllo⁷¹ –, la stessa diventa più complessa in caso di *tipping*, soprattutto se il *tippee* (ossia colui che riceve l'informazione *material e non-public*) non è un *insider* primario (e, dunque, non ha alcun dovere fiduciario nei confronti delle sue controparti negoziali). Tuttavia, lungi dall'abbandonare la (nuova) impostazione appena adottata, la Corte Suprema ha fondato la responsabilità del *tippee* (unitamente a quella solidale del *tipper/insider*, per cui vale la regola sopra ricordata) in via “derivata”, allor-

zione della *disclose or abstain rule*, come affermata nel caso *Texas Gulf Sulphur*, la Corte Suprema confermò la “nuova” impostazione post *Chiarella* e ribaltò l'esito del giudizio: come detto nel testo, infatti, il giudice Powell, oltre a ribadire la necessaria sussistenza del rapporto fiduciario ai fini della sussistenza dell'illecito di *insider trading*, aggiunse che, per dimostrare una violazione di un dovere fiduciario nel caso di *tipping*, è necessario dimostrare che il *tipper*, ossia colui il quale ha fornito l'informazione, abbia ricevuto «a monetary or personal benefit», cosa che, nel caso di specie, non constava.

⁷⁰ Per completezza di rappresentazione, a conferma della portata dirompente delle due pronunce nel panorama regolamentare statunitense, merita ricordare che: (i) da un lato, soli sei mesi dopo la decisione *Chiarella*, la SEC ha emanato la *Rule 14e-3*, in base alla quale, al fine di evitare che venisse sostanzialmente sdoganato un generalizzato uso di informazioni privilegiate nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto (laddove, specie nelle acquisizioni ostili, non può essere individuato alcun rapporto fiduciario nei confronti della società *target*, salvo ovviamente quello degli *insider* di quest'ultima), è proibito (tranne che al potenziale acquirente) – *tout court*, indipendentemente dall'esistenza o dalla violazione di un dovere fiduciario – il compimento di operazioni di mercato sulla base di informazioni *material e non-public* relative all'OPA allorché siano intrapresi «substantial steps to commence a tender offer»; (ii) dall'altro lato, nel 2000, oltre alla già menzionata *Rule 10b5-1* (v. *supra* nt. 45), la SEC ha adottato la *Regulation Fair Disclosure* (FD), mediante la quale, allorquando le informazioni privilegiate concernenti un determinato emittente sono oggetto di *selective disclosure* nei confronti di un circoscritto novero di destinatari, ciò impone di per sé (a prescindere cioè dall'esistenza di un rapporto fiduciario, e quindi al di fuori della prospettiva tipica dell'*insider trading*) l'immediata divulgazione al mercato di tali informazioni. Sul punto specifico del rapporto tra *disclosure* di informazioni privilegiate e *insider trading*, all'origine di significativi ed irrisolti equivoci nella regolamentazione europea del fenomeno, e dei confronti con la disciplina statunitense *in parte qua* con la *Regulation FD*, la letteratura è sterminata: sul punto, v., per tutti, S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, *passim*.

⁷¹ Nella nota 14 la Corte Suprema in *Dirks* ha fatto riferimento anche alla categoria dei *temporary* (o *constructive*) *insider* – includendovi, tra gli altri, «underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation» – ai quali possono essere estesi i principi fiduciari validi per gli *insider* primari posto che costoro entrano in una «special confidential relationship» con l'emittente tale da far sì che i medesimi siano «given access to information solely for corporate purposes». Cfr. anche *SEC v. Lund*, 570 F. Supp. 1397 (C.D. Cal. 1983) e *SEC v. Ingram*, 694 F. Supp. 1437 (C.D. Cal. 1988).

ché, cioè, (i) il *tipper/insider* abbia effettivamente violato un (pre)esistente dovere fiduciario e (ii) il *tippee* sia a conoscenza (o avrebbe dovuto ragionevolmente sapere) di tale violazione.

Un ulteriore tassello di complicazione, poi, risiede nel fatto che, mentre nelle fattispecie “coperte” da *Chiarella*, la violazione del dovere fiduciario è, in qualche modo, *in re ipsa* nel fatto che l'*insider* approfitta dell'asimmetria informativa per conseguire (direttamente) un indebito vantaggio, nei casi di *tipping* tale violazione è (perlomeno) più complicata da ricostruire, tanto a livello concettuale quanto a livello probatorio. Infatti, la “mera” trasmissione di un'informazione ad un terzo (che poi se ne avvale per compiere operazioni di mercato) di per sé non presenterebbe i connotati dell'“abuso”, da intendersi nel senso di comportamento fraudolento, che rimane pur sempre la base dell'illecito in questione (ai sensi della *Section 10(b)* e della *Rule 10b-5*). Il giudice Powell, pertanto, aggiunse un ulteriore elemento costitutivo dell'illecito nel caso di *tipping*, ossia che il *tipper* abbia conseguito, direttamente o indirettamente, «a monetary or personal benefit», per tale intendendosi, tra l'altro, (i) «a pecuniary gain», (ii) «a reputational benefit that will translate into future earnings», (iii) «when an insider makes a gift of confidential information to a trading relative or friend»⁷².

Al di là del suo intrinseco pregio dogmatico, su cui è tuttora possibile avanzare dubbi legittimi, l'impostazione adottata dalla Corte Suprema con le due sentenze appena menzionate era certamente dotata di (almeno) un valore, peraltro di rilievo non banale, ossia quello della chiarezza e semplicità applicativa. Tuttavia, un limite che si rivelò ben presto abbastanza evidente consisteva nel fatto che tale approccio circoscriveva l'alveo delle condotte rilevanti di *insider trading* a quelle originate dal trasferimento di informazioni *material* e *non-public* da parte di *insider* primari, mentre sostanzialmente ignorava gli scenari afferenti tanto alle *cor-*

⁷² *Ibidem*. In questa sede si può soltanto accennare all'evoluzione successiva, anche recente, della giurisprudenza statunitense in merito alla nozione (e natura) del *personal benefit*. Nel 2014, nel caso *United States v. Newman* (773 F.3d 438 (2nd Cir. 2014)), in cui oggetto del giudizio era un'ipotesi di duplice *insider trading* originato da due lunghe catene di *tipper-tippee*, i giudici federali di secondo grado hanno rilevato che, ai fini della sussistenza del *personal benefit*, laddove il *tipper* «makes a gift of confidential information to a trading relative or friend», è necessario che sussista «a meaningfully close personal relationship», tale da generare «an exchange that is objective, consequential, and represents at least a potential gain of a pecuniary or similarly valuable nature». Successivamente, la Corte Suprema, pronunciandosi nel caso *Salman v. United States* (137 U.S. 420 (2016)), ha in parte sconfessato la decisione in *Newman*: infatti, nell'ipotesi in cui l'*insider* «makes a gift of confidential information to a trading relative or friend», non è necessario che vi sia un vantaggio patrimoniale diretto per il *tipper*, ritornando così allo *standard* individuato da *Dirks*. Infine, con due pronunce del 2017 e del 2018, c.d. *Martoma I* (*United States v. Martoma*, 869 F.3d 58 (2nd Cir. 2017)) e *Martoma II* (*Id.*, 894 F.3d 64 (2nd Cir. 2018)), i giudici federali sono tornati sul tema, affermando, in un primo momento, che qualsiasi relazione intercorrente tra il *tipper* e il *tippee* possa essere sufficiente per la configurabilità dell'illecito, quasi aderendo alla parità di accesso alle informazioni del caso *Texas Gulf Sulphur*, salvo, poi, ritornare sui propri passi, per evitare di incorrere in un *overruling* di *Dirks*.

porate information quanto, più in generale, alle market information ottenute illecitamente (seppur non da un insider primario). Per questa ragione, quasi 15 anni dopo, la Corte Suprema, nel frattempo non più “condizionata” dal giudice Powell⁷³, affiancò alla summenzionata classical theory la c.d. misappropriation theory⁷⁴: infatti, con la decisione *United States v. O'Hagan*⁷⁵, fu stabilito che una violazione del divieto di insider trading può essere realizzata anche da un c.d. corporate outsider, il quale compia un'operazione di mercato su titoli quotati sulla base di informazioni material e non-public ottenute “appropriandosene” (indebitamente) a danno della fonte delle informazioni. In altri termini, l'origine del

⁷³ Dieci anni prima di *O'Hagan*, la Corte Suprema aveva avuto modo di confrontarsi con la c.d. misappropriation theory nel caso *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987), rigettata in modo tranchant dal giudice Powell nella bozza di opinion che egli aveva predisposto, secondo cui «[t]he Court of Appeals found no fiduciary relationship between any of the petitioners and the parties from whom they purchased securities. The only fiduciary duty discussed by the Court is petitioner[s'] ... duty to [his employer]. But our previous decisions establish that the duty of an individual to his employer, alone, is insufficient to support an action under Rule 10b-5. The inquiry under that section must focus on «petitioner's relationship with the sellers of the [...] securities [...]». As the petitioners in this case had no fiduciary obligations to disclose the information before dealing in the securities, their conviction under Section 10(b) and Rule 10b-5 are without support in an prior decision of the Court». Tuttavia, nelle more della decisione, egli andò in pensione ed il suo successore non fu nominato/confermato prima che la sentenza fosse definitivamente resa. Dal momento che gli altri 8 giudici della Corte emisero un verdetto paritetico (4-4), la misappropriation theory non fu applicata nel caso di specie, ma è altresì ragionevole ritenere che, non fosse andato nel frattempo in pensione il giudice Powell, tale “teoria” sarebbe stata definitivamente rigettata dall'ordinamento statunitense.

⁷⁴ Per completezza di informazione, va notato che la base per il successivo sviluppo della misappropriation theory va rintracciata addirittura nel caso *Chiarella*, specificamente nella dissenting opinion del giudice Burger, laddove questi argomentò che «[t]he United States offer an alternative theory to support petitioner's conviction. It argues that petitioner breached a duty to the acquiring corporation when he acted upon information that he obtained by virtue of his position as an employee of a printer employed by the corporation. The breach of this duty is said to support a conviction under Section 10(b) for fraud perpetrated upon both the acquiring corporation and the sellers».

⁷⁵ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997). Il caso riguardava i fatti seguenti: la società *Grand Metropolitan* aveva dato mandato allo studio legale *Dorsey & Whitney* di assisterla in merito a una potenziale offerta pubblica di acquisto per le azioni della target *Pillsbury*. Il sig. *O'Hagan*, partner di *Dorsey & Whitney* che, pur a conoscenza dell'operazione, però non aveva lavorato direttamente alla stessa, acquistava azioni della target (nonché opzioni call sulle medesime). Quando l'OPA fu annunciata, *O'Hagan*, per effetto dell'aumento di valore delle azioni acquistate, guadagnò oltre 4 milioni di dollari. A seguito di un'indagine della SEC, a *O'Hagan* veniva contestata la frode nei confronti del suo studio legale e del relativo cliente, *Grand Metropolitan*, per essersi indebitamente appropriato per i propri scopi di lucro di informazioni riservate relative all'offerta pubblica di acquisto. Mentre *O'Hagan* veniva condannato in primo grado, ma proscioltto in secondo (*U.S. v. O'Hagan*, 92 F. 3d 612 (8th Cir. 1996)), per i giudici della Corte Suprema l'utilizzo delle informazioni relative all'OPA da parte di *O'Hagan* configuravano una condotta fraudolenta, in quanto questi, sottraendo informazioni riservate della *Grand Metropolitan*, aveva violato i doveri fiduciari e di riservatezza verso lo Studio *Dorsey & Whitney* e un suo cliente, compiendo, per l'appunto, un atto di “appropriazione indebita” su informazioni che non potevano essere “usate” da altri diversi dalla *Grand Metropolitan*.

dovere di astenersi dal compiere operazioni, salva la preventiva diffusione al mercato dell'informazione, non risiede in questo caso nell'esistenza di un rapporto fiduciario nei confronti delle controparti negoziali, bensì in quella di un rapporto di riservatezza e confidenzialità tra l'utilizzatore e la fonte dell'informazione: laddove quest'ultima, titolare di un diritto esclusivo all'utilizzo delle informazioni, le abbia condivise con il *corporate outsider* in maniera riservata, l'indebito utilizzo da parte del medesimo, in spregio al dovere di confidenzialità dovuto nei confronti della fonte, è dunque considerato come attività fraudolenta che, unitamente al commercio sui titoli cui le informazioni si riferiscono, integra gli estremi dell'illecito di *insider trading*⁷⁶.

In altri termini, con *O'Hagan* la Corte Suprema ha esteso l'ambito di applicazione dell'*insider trading* al di là del campo delle relazioni fiduciarie societarie, allargando la sfera di potenziali responsabili oltre gli *insider* (primari e *constructive*) e i relativi *tippees*, senza tuttavia ritornare al paradigma della parità di accesso come principio fondante del divieto. Il fondamento, infatti, rimane *lato sensu* fiduciario, soltanto che colui nei cui confronti tale obbligo è dovuto non è (più) la società o i suoi azionisti (o, comunque, la controparte negoziale della compravendita dei titoli quotati), bensì la "fonte" stessa dell'informazione *material e non-public* che l'*insider trader* usa compiendo l'operazione di mercato⁷⁷.

⁷⁶ *Ibidem*. Specificamente, la Corte ha argomentato che «[t]he "misappropriation theory" holds that a person commits fraud "in connection with" a securities transaction, and thereby violates §10(b) and Rule 10b-5, when he misappropriates confidential information for securities trading purposes, in breach of a duty owed to the source of the information. Under this theory, a fiduciary's undisclosed, self-serving use of a principal's information to purchase or sell securities, in breach of a duty of loyalty and confidentiality, defrauds the principal of the exclusive use of that information. In lieu of premising liability on a fiduciary relationship between company insider and purchaser or seller of the company's stock, the misappropriation theory premises liability on a fiduciary-turned-trader's deception of those who entrusted him with access to confidential information. The two theories are complementary, each addressing efforts to capitalize on nonpublic information through the purchase or sale of securities. The classical theory targets a corporate insider's breach of duty to shareholders with whom the insider transacts; the misappropriation theory outlaws trading on the basis of nonpublic information by a corporate "outsider" in breach of a duty owed not to a trading party, but to the source of the information. The misappropriation theory is thus designed to "protect[t] the integrity of the securities markets against abuses by 'outsiders' to a corporation who have access to confidential information that will affect th[e] corporation's security price when revealed, but who owe no fiduciary or other duty to that corporation's shareholders" [...].»

⁷⁷ È opportuno notare che, a seguito dello sdoganamento della *misappropriation theory* da parte di *O'Hagan*, la SEC ha emanato nel 2000 la *Rule* 10b5-2 per individuare un elenco, non esaustivo, di tre casi nei quali viene presuntivamente riconosciuta l'esistenza di un «duty of trust or confidence», la cui violazione può determinare la responsabilità da *insider trading*. Ciò, in particolare, si verifica (i) «whenever a person agrees to maintain information in confidence»; (ii) «whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality»; (iii) «whenever a person receives

4.2. I recenti tentativi di “codificazione” dell’insider trading.

Al di là delle incongruenze che l'impostazione adottata con riguardo al fenomeno dell'*insider trading* pone rispetto alla consolidata giurisprudenza statunitense in materia di violazione della *Rule 10b-5*, appunto al di fuori dell'ambito dell'*insider trading*, che prescinde sistematicamente dai principi fiduciari⁷⁸, e dei tentativi di individuazione di ulteriori fonti normative a fondamento del divieto in questione⁷⁹, ciò che emerge plasticamente è che la disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate negli Stati Uniti è di matrice sostanzialmente giurisprudenziale, con tutte le difficoltà che questo approccio comporta in termini sia dogmatici (posto che è quantomeno inappagante il *deficit* di tassatività che ne deriva), sia, soprattutto, operativi (dal punto di vista, ad es., della ricostruzione dell'esatto perimetro della fattispecie nonché della corretta ripartizione dell'*onus probandi* delle parti in causa). Pertanto, non sono mancate, anche di recente, le voci critiche nei confronti di tale situazione di *policy*, che invocano un intervento legislativo federale che definitivamente “positivizzi” o, comunque, “codifichi” l'illecito di *insider trading*.

Tali istanze si sono coagulate, da ultimo⁸⁰, attorno al c.d. *Insider Trading*

or obtains the information from a spouse, parent, child, or sibling». Cfr., anche, *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551 (2nd Cir. 1991).

⁷⁸ Si pensi, ad es., al caso *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* (430 U.S. 462 (1977)), ove si è affermato che la «Rule 10b-5 is concerned with disclosure and fraud, not with fiduciary duties».

⁷⁹ A venire in rilievo in tal senso è la disposizione del codice penale statunitense (18 U.S.C. § 1348, inserita con il *Sarbanes-Oxley Act* nel 2002), la quale prevede che: «Whoever knowingly executes, or attempts to execute, a scheme or artifice (1) To defraud any person in connection with any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934; or (2) To obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale of any commodity for future delivery, or any option on a commodity for future delivery, or any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934, or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 Shall be fined under this title, or imprisoned not more than 25 years, or both». La finalità di tale previsione è stata ritenuta quella di «supplement the patchwork of existing technical securities law violations with a more general and less technical provision, with elements and intent requirements comparable to current bank and health care fraud statutes». Su questa base, di recente, in seno alla giurisprudenza statunitense, è emersa la possibilità di perseguire l'*insider trading* senza la necessità di ancorare l'illecito alla violazione della *Rule 10b-5* (bensì, piuttosto, proprio alla menzionata *Section 1348*): cfr. *United States v. Blaszczyk*, 947 F.3d 19 (2nd Cir. 2019). Sul punto, v., in luogo di molti, in Italia, M.L. PASSADOR, *Ripensare l'Insider Trading: spunti dalle recenti esperienze statunitensi*, in *Riv. dir. soc.*, 2021, 179 ss., e, negli Stati Uniti, K.E. WOODY, *The New Insider Trading*, in 52 *Ariz. St. L. J.*, 2020, 564 ss.

⁸⁰ Sull'analogia iniziativa legislativa del 2019, v., in luogo di molti, K. QUIGLEY, *The Insider Trading Prohibition Act: A Small Towards a Codified Insider Trading Law*, in 26 *Fordham J. Corp. Fin. L.*, 2021, 183 ss.

Prohibition Act (ITPA), che la Camera statunitense ha approvato il 18 maggio 2021, ma che è rimasto, forse non a caso, dormiente fino ad ora presso il Senato. Segnatamente, l'ITPA vieterebbe la compravendita di titoli quotati, laddove l'agente sia «aware of material, nonpublic information relating to such security [...] or any nonpublic information, from whatever source, that has, or would reasonably be expected to have, a material effect on the market price of any such security [...], if such person knows, or recklessly disregards, that such information has been obtained wrongfully, or that such purchase or sale would constitute a wrongful use of such information»⁸¹.

Tale provvedimento legislativo, benché concepito come una mera ricognizione (o appunto “codificazione”) dell'esistente giurisprudenza *in subiecta materia*, comporta comunque degli elementi di novità, dovuti se non altro all'inevitabile grado di generalità ed astrattezza che il ricorso allo strumento legislativo comporta (in ciò allontanandosi dalla valorizzazione delle sfumature, tipica dell'approccio giurisprudenziale). In sintesi, al di là dei singoli aspetti testuali di “tensione” rispetto agli arresti della giurisprudenza nei casi di volta in volta esaminati, l'ITPA si concentra sulla consapevolezza dell'utilizzatore dell'informazione riguardo alla sua natura “privilegiata” e sulla “*wrongfulness*” della modalità di ottenimento dell'informazione. Questo approccio – che parrebbe comunque scongiurare una possibile deriva verso la parità di accesso alle informazioni grazie all'enfasi posta sul *quomodo* dell'acquisizione dell'informazione – comporterebbe senz'altro un ampliamento della portata del divieto, specie se la prova della consapevolezza potrà essere dedotta in via presuntiva partendo dall'utilizzo della medesima informazione (seguendo un modello tipico dell'approccio europeo che analizzeremo di seguito).

In conclusione, la messe di opinioni negative che l'ultima iniziativa legislativa ha suscitato⁸² e, in definitiva, la mancata volontà politica di superare tali criticità – dal momento che, ad oggi, il Congresso non è riuscito a trasformare in norma cogente le varie proposte di legge che si sono via via susseguite in materia di repressione dell'*insider trading* – confermano il carattere fortemente *path-dependent* della definizione giurisprudenziale dei contorni della fattispecie: infatti,

⁸¹ In particolare, l'avverbio «*wrongfully*» farebbe rientrare nello spettro applicativo del divieto i casi in cui l'informazione è stata ottenuta da o potrebbe costituire «(A) theft, bribery, misrepresentation, or espionage [...] (B) a violation of any Federal law protecting computer data or the intellectual property or privacy of computer users; (C) conversion, misappropriation, or other unauthorized and deceptive taking of such information; or (D) a breach of any fiduciary duty, a breach of a confidentiality agreement, a breach of contract, a breach of any code of conduct or ethics policy, or a breach of any other personal or other relationship of trust and confidence for a direct or indirect personal benefit (including pecuniary gain, reputational benefit, or a gift of confidential information to a trading relative or friend)».

⁸² V., in luogo di molti, anche per gli ulteriori spunti bibliografici, S.M. BAINBRIDGE, *A Critique of the Insider Trading Prohibition Act of 2021*, in *U. Ill. L. Rev. Online*, 2021, 231 ss.

per quanto l'andamento e lo sviluppo della relativa disciplina siano contraddittori e asistematici, ciò è ritenuto, allo stato, preferibile rispetto ad una positivizzazione dell'illecito di *insider trading*, tenuto conto che, come ha chiarito, tra gli altri, l'ex presidente della SEC, «it is challenging to codify it clearly in a way that is both not too broad and retains the strength of the common law»⁸³.

5. La disciplina europea dell'*insider trading*: dalle origini degli anni Ottanta (del secolo scorso) fino alla Market Abuse Regulation.

Nell'Unione europea la normativa in materia di *insider trading* non è soltanto molto più recente rispetto all'ordinamento statunitense, ma è altresì fondata su ben altri presupposti (seppur, come si è visto, non del tutto allo stesso sconosciuti, benché comunque scientemente rigettati).

Se, inverso, i primi spunti in materia di “gestione” di informazioni privilegiate si rinvencono già in iniziative legislative risalenti alla fine degli anni Settanta (del secolo scorso)⁸⁴, la prima compiuta disciplina del fenomeno risale soltanto alla fine del decennio successivo: si tratta della direttiva 89/592/CE⁸⁵ sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (di seguito anche “direttiva *Insider Trading*”). Tale

⁸³ *Ibidem.*, 244, riportando le parole di M.J. White, a sua volta citata da un parlamentare americano nel corso dei lavori preparatori dell'ITPA.

⁸⁴ Il riferimento è alla direttiva 79/279/CE concernente il coordinamento delle condizioni per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori. Segnatamente, il relativo art. 17 prevedeva che «[l]e informazioni che gli emittenti di un valore mobiliare ammesso alla quotazione ufficiale in uno Stato membro sono tenuti a mettere a disposizione del pubblico [...] devono essere pubblicate in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione in tale Stato oppure essere messe a disposizione del pubblico in forma scritta nei luoghi indicati in annunci da inserire in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nel suddetto Stato o con altri mezzi equivalenti autorizzati dalle autorità competenti. Gli emittenti devono contemporaneamente comunicare le stesse informazioni alle autorità competenti». Si tratta di una prescrizione che ha in sé il seme del rilievo dicotomico dell'informazione privilegiata (ai fini degli obblighi preventivi di *disclosure* e dei divieti, *ex post*, di abuso della stessa), tipico del successivo sviluppo della normativa europea, e che può essere considerata l'antesignana dell'obbligo di cui all'art. 17 MAR (rubricato «Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate»).

⁸⁵ Sulla direttiva *Insider Trading* v. tra gli altri: K.J. HOPT, *The European Insider Dealing Directive*, in *Comm. Mar. L. Rev.*, 1990, 51 ss.; P.L. DAVIES, *The European Community's Directive on Insider Dealing: From Company Law to Securities Market Regulation?*, in *Ox. J. Leg. Stud.*, 1991, 92 ss.; M.G. WARREN III, *The Regulation of Insider Trading in the European Community*, in 48 *Wash. & Lee L. Rev.*, 1991, 1037 ss.; A. BARTALENA, *Insider Trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, X, Torino, Utet, 1993, 219 ss.; G. CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, Giuffrè, 1992; G.M. FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, 975 ss.

provvedimento – a differenza dei successivi interventi legislativi, che hanno contemplato anche altre fattispecie di illecito, quali, ad es., la manipolazione del mercato – si concentrava esclusivamente sull’*insider trading* e conteneva in nuce gran parte dei concetti fondanti la seguente disciplina europea: in particolare, la definizione di informazione privilegiata⁸⁶ e il divieto, per coloro che detenessero tale informazione privilegiata in ragione della peculiare situazione soggettiva di “le-game” con un determinato emittente, di compravendere titoli quotati proprio di siffatto emittente⁸⁷.

Ci sono, poi, voluti altri quindici anni per (provare a) definire un “quadro giuridico armonizzato in materia di abusi di mercato”⁸⁸ attraverso l’emanazione della direttiva 2003/6/CE⁸⁹ (c.d. *Market Abuse Directive* o MAD).

Il tentativo, però, rimase tale: infatti, nonostante l’ambito di regolazione della MAD fosse molto più ampio rispetto ai precedenti interventi normativi (posto

⁸⁶ Ossia, ai sensi dell’art. 1, «un’informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari».

⁸⁷ Ossia, ai sensi dell’art. 2, il divieto «[...] alle persone che dispongono di un’informazione privilegiata, – a motivo della loro qualità di membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell’emittente, – a motivo della loro partecipazione nel capitale dell’emittente, oppure – per il fatto di avere accesso a questa informazione a motivo del loro lavoro, della loro professione e delle loro funzioni, di acquisire o di cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente i valori mobiliari dell’emittente o degli emittenti interessati da questa informazione, sfruttando consapevolmente tale informazione privilegiata [...]».

⁸⁸ Si tratta di uno degli obiettivi del Piano d’azione per i servizi finanziari del 1999, così come indicati in “*Messa in atto del quadro di azione per i Servizi Finanziari: Piano d’azione*”, relazione della Commissione delle Comunità europee al Consiglio europeo dell’11 maggio 1999, disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=ES>, 23. Nel frattempo, è stata altresì emanata la direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 maggio 2001, riguardante l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l’informazione da pubblicare su detti valori, mediante la quale veniva posto l’obbligo, in capo alle società quotate emittenti nuove azioni od obbligazioni, di rendere immediatamente pubblico qualsiasi nuovo sviluppo delle rispettive attività imprenditoriali o eventuali modifiche intercorse nella struttura proprietaria che non fossero state di pubblico dominio, le quali avrebbero potuto avere degli effetti sul valore dei titoli. Si tratta, come già rilevato (v. *supra*, nt. 73), di un nuovo intervento legislativo concernente il (contiguo) tema della *disclosure* di informazioni rilevanti, pur non avendo direttamente ad oggetto la disciplina del divieto di *insider trading*.

⁸⁹ Sulla MAD, v., *ex multis*, G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 43 ss.; F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra “Shareholder Value” e “Socially Responsible Investing”*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 585 ss.; J. LAU HANSEN, *MAD in a Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, 183 ss.; M.M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *L. Fin. Mar. Rev.*, 2008, 39 ss.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, 782 ss.; F. BRUNO, N. RAVASIO, *Il commento. Ambito soggettivo ed oggettivo dell’informazione privilegiata post Market Abuse Directive*, in *Società*, 2007, 1026 ss.

che, oltre a disciplinare *insider trading*⁹⁰ e manipolazione del mercato, poneva in capo agli emittenti l'obbligo di rendere pubbliche nel minor tempo possibile le informazioni a loro afferenti), la trasposizione delle norme negli ordinamenti nazionali aveva di fatto dato luogo a grandi disparità tra la regolamentazione vigente nei singoli Stati membri.

L'assenza di uniformità tra le leggi vigenti nel territorio dell'Unione, unitamente ad una serie di ulteriori ragioni, riconducibili in prevalenza alla rapida evoluzione delle dinamiche di mercato nel decennio successivo, hanno reso necessario un nuovo intervento del regolatore europeo, che si è poi concretizzato nell'emanazione di un duplice provvedimento in materia: ossia la già ricordata MAR e la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in casi di abusi di mercato (di seguito MAD II)⁹¹.

In altri termini, il conseguimento dell'obiettivo della creazione di un "level playing field", che offrisse a ciascun operatore del mercato comune i medesimi livelli di protezione dagli abusi di mercato, fu perseguito dal legislatore comunitario – fatta eccezione per i profili sanzionatori, affidati ad una direttiva in virtù della limitata competenza dell'Unione europea in ambito penale⁹² – mediante l'adozione di un regolamento, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri ai sensi dell'art. 288 T.F.U.E., anche per superare le resistenze di questi ultimi a rimanere ancorati alle rispettive tradizioni nazionali.

⁹⁰ L'art. 2 della direttiva, infatti, prevedeva che: «Gli Stati membri vietano alle persone di cui al secondo comma che dispongono di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono. Il primo comma si applica a chiunque possieda tali informazioni: a) a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, ovvero b) a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero c) per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero d) in virtù delle proprie attività criminali [...]».

⁹¹ Su MAR e MAD II, v., *ex multis*, M. VENTORUZZO, S. MOCK, *Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide*¹, Oxford, Oxford University Press, 2017; S. KALSS *et al.*, *Market Abuse Regulation. A Commentary on EU Regulation n. 596/2014*, Cheltenham, Edwin Elgar, 2021; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, London, Bloomsbury, 2022; K. SERGAKIS, *The Law of the Capital Markets in the EU. Disclosure and Enforcement*, London, Palgrave, 2018, 191 ss.; W. AUSSENEGG *et al.*, *Corporate Insider Trading in Europe*, in 54 *J. Int. Fin. Mar. Inst. Mon.*, 2018, 27 ss.; A. SAJNOVITS, *The Market Abuse Regulation and the Residual Role of National Law*, EBI Working Paper Series n. 137/2023, disponibile presso https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4392675; M. KINANDER, *Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2019, 364 ss.; V.D. TOUNTOPOULOS, *Market abuse and private enforcement*, in *Eur. Co. Fin. L. Rev.*, 2014, 297 ss.

⁹² Infatti, ai sensi dell'art. 83, secondo paragrafo, T.F.U.E., il legislatore comunitario può adottare solo «norme minime» laddove questo sia «indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione».

5.1. La centralità della nozione di informazione privilegiata nella legislazione europea.

In ogni caso, al netto delle varie declinazioni della disciplina positiva nel corso degli anni e della discussa natura assiologicamente non equiordinata dei sottostanti principi ispiratori (anch'essi, se per questo, polimorfi) delle rilevanti disposizioni legislative⁹³, il *fil rouge* che lega la normativa europea *in subiecta materia* è l'ancoraggio alla nozione di informazione privilegiata tanto del dovere di informazione continua quanto del divieto di abuso di informazioni privilegiate, nella convinzione che la (tempestiva) comunicazione al pubblico delle informazioni rilevanti assicuri la parità di accesso a tutti gli investitori, a sua volta garanzia di integrità dei mercati⁹⁴.

Dal punto di vista della ricostruzione dell'"istituto" dell'*insider trading*, secondo quanto si osserverà subito appresso, l'enfasi sul principio della parità di accesso alle informazioni⁹⁵, viepiù amplificata dalla (presunta) nomofilachia della Corte di Giustizia⁹⁶, ha finito per comportare (a differenza, in ottica comparata, dell'approccio statunitense) una tendenziale svalutazione dell'(analisi dell')elemento oggettivo della condotta in favore di una più granulare indagine in merito al presupposto materiale di detta condotta, cioè, appunto, la nozione di informazione privilegiata⁹⁷.

⁹³ Sul punto, da ultimo e per tutti, v. M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè 2022, *passim*.

⁹⁴ Cfr. Corte Giust. CE, causa C-384/2002, del 22 novembre 2005, *Grøngaard*, secondo cui la *ratio* del divieto di *insider trading* risiedeva nel fatto di «ensure the proper functioning of the secondary market in transferable securities and to protect investors' confidence, which depends, in particular, on their being placed on an equal footing and protected against the improper use of inside information».

⁹⁵ Cfr. il Considerando 23 MAR, secondo cui «la caratteristica essenziale dell'abuso di informazioni privilegiate consiste nell'ottenere indebitamente, mediante informazioni privilegiate, un vantaggio a scapito di terzi che non sono a conoscenza di tali informazioni, mettendo così a repentaglio l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori. Di conseguenza, il divieto di abuso di informazioni privilegiate si dovrebbe applicare quando una persona che detiene informazioni privilegiate sfrutta indebitamente il beneficio ottenuto da tali informazioni effettuando operazioni di mercato basate su tali informazioni, acquisendo o cedendo o tentando di acquisire o cedere, annullando o modificando o tentando di annullare o modificare, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, un ordine di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono [...]», da leggere, in combinato, con, tra gli altri, il Considerando 7, nella parte in cui dispone che tale condotta «impedisce una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare sui mercati finanziari integrati».

⁹⁶ Cfr., tra gli altri, il già citato caso *Grøngaard* nonché i successivi *Georgakis* e *Spector* di cui *infra* nel testo e nelle corrispondenti note.

⁹⁷ Nella medesima prospettiva, a fianco alla fattispecie archetipica di *insider trading*, di cui si di-

Più specificamente, ai sensi dell'art. 8, primo paragrafo, MAR, si ha abuso di informazioni privilegiate «quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono [...]»⁹⁸. Gli elementi costitutivi dell'illecito sono, dunque, due: il possesso dell'informazione privilegiata e l'uso della medesima⁹⁹.

Sul requisito del «possesso» la Corte di Giustizia è intervenuta nel caso *Georgakis*¹⁰⁰, deciso nel 2007 sulla base della normativa in materia di *insider trading*

rà *infra* nel testo, merita ricordarne due ulteriori, ugualmente soggette al generale divieto ai sensi dell'art. 14 MAR. Anzitutto, il secondo paragrafo dell'art. 8 disciplina il c.d. *tuyautage*, che consiste nel raccomandare a terzi di porre in essere operazioni sulla base di informazioni privilegiate (segnatamente, «si ha raccomandazione che un'altra persona compia abusi di informazioni privilegiate o induzione di un'altra persona a compiere abusi di informazioni privilegiate quando la persona è in possesso di informazioni privilegiate e [...] raccomanda, sulla base di tali informazioni, che un'altra persona acquisisca o ceda strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono o induce tale persona a effettuare l'acquisizione o la cessione [...]»). Inoltre, l'art. 10 MAR disciplina la «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate» (di fatto coincidente con il *tiping* statunitense), che è tale allorché «quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione [...]».

⁹⁸ In linea con la tracciata *ratio* di tutela del principio di parità di accesso alle informazioni, il divieto di negoziazione basato su informazioni privilegiate previsto dal MAR è di natura assoluta, indipendentemente dalle modalità di acquisizione di tali informazioni. Tuttavia, a mitigare le possibili derive cui tale approccio potrebbe condurre, ove inteso ed applicato in modo integralista, sono previsti: (a) una serie di comportamenti che non integrano gli estremi dell'illecito indicati all'art. 9 MAR, rubricato «Condotta Legittima»; (b) i casi di «esenzione per i programmi di riacquisto delle azioni proprie» di cui all'art. 5 MAR; (c) i casi di «esenzione dalle attività di gestione monetaria e del debito pubblico nonché dalle attività relative alla politica climatica» di cui all'art. 6 MAR.

⁹⁹ In continuità con la disciplina previgente, il quarto paragrafo dell'art. 8 MAR individua le categorie degli *insider* primari e secondari. Quanto ai primi, la disposizione ne identifica quattro categorie, ossia (i) membri di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente; (ii) partecipanti al capitale dell'emittente; (iii) soggetti che hanno accesso alle informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione; (iv) soggetti coinvolti in attività criminali. Nei primi tre casi, i soggetti ivi indicati hanno, seppur a vario titolo, una relazione diretta con l'emittente; la prospettiva muta nell'ultimo caso, laddove è necessario aver avuto accesso alle informazioni quale conseguenza dell'attività criminale perpetrata. Quanto agli *insider* secondari, i medesimi «confluiscono» in una categoria residuale, nella quale rientra qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle sopra menzionate, allorquando detta persona sappia (o dovrebbe sapere) che si tratta di informazioni privilegiate. Nella sostanza, il vero rilievo della distinzione in parola attiene alla consapevolezza del carattere privilegiato delle informazioni, che per gli *insider* primari si presume, in forza dell'accesso diretto di cui costoro godono, mentre per gli *insider* secondari è necessario dare prova che essi erano a conoscenza (o avrebbero dovuto esserlo) del carattere privilegiato delle stesse.

¹⁰⁰ Corte Giust. CE, causa C-391/2004, del 10 maggio 2007, *Georgakis*, in *Foro it.*, 2007, 367 ss., con nota redazionale di G. CARRIERO; in *Dir. prat. soc.*, 2007, 10, 62 ss., con nota di S. FRAZZA-NI, *Insider trading: dalla Corte CE la nozione di informazione privilegiata*; in *Dir. pubbl. comp. eur.*, 2007, 1369 ss., con nota di M. DI MARTINO, *La Corte avalla la "funzione simbolica" del-*

(applicabile *ratione temporis*) di cui alla direttiva *Insider Trading*. Argomentando a partire dal principio fondante del divieto, che è appunto la parità di accesso, la Corte ha rilevato che il possesso “rilevante” è quello che pone l’*insider* in una condizione di effettivo vantaggio – o, di converso, in una condizione di non parità (o monopolistica, nelle parole della Corte) – rispetto alle controparti¹⁰¹.

Quanto al requisito dell’«uso» dell’informazione, apparentemente la giurisprudenza della Corte di Giustizia è chiara su un punto: in coerenza con la natura, per così dire, “abusiva” dell’illecito, il mero compimento di un’operazione di mercato (mentre in possesso di informazioni privilegiate) non è di per sé sufficiente a configurare una condotta di *insider trading*; è necessario, infatti, che tramite il compimento dell’operazione una parte tragga indebito vantaggio a discapito dell’altra. E ciò sia, secondo *Georgakis*, ai sensi dell’art. 2 direttiva *Insider Trading*, che testualmente richiedeva lo «sfruttamento» (o «taking advantage» nella versione inglese) dell’informazione privilegiata, sia, secondo la decisione

l’*insider trading*; in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2008, 949 ss., con nota di D. MOALEM, J. LAU HANSEN, *Insider Dealing and Parity of Information. Is Georgakis Still Valid?* Il caso trae origine da un’indagine effettuata dall’Autorità dei mercati greca su talune operazioni finanziarie, svoltesi nel 1996, riguardanti i titoli delle società *Parnassos* e *Atemkeé*, ad esito della quale era emerso che i membri del gruppo *Georgakis* (principali azionisti e membri del consiglio di amministrazione della società *Parnassos*), su indicazione dei propri consulenti finanziari, avevano concordato di porre in essere una serie di operazioni di vendita e acquisto incrociate sulle azioni *Parnassos*, volte a «provocare un artificioso aumento del volume degli scambi del titolo *Parnassos* per fornire un quadro fittizio del suo valore, non corrispondente a quello che sarebbe stato raggiunto senza tali operazioni artificiose». La Corte doveva, quindi, risolvere il problema inerente, per un verso, al possesso (o meno), in capo ai membri del gruppo *Georgakis*, di un’informazione privilegiata, consistente nell’accordo relativo all’iniziativa volta a sostenere artificialmente le quotazioni dei titoli mediante le menzionate operazioni incrociate, nonché, per altro verso, all’effettivo sfruttamento del privilegio informativo in questione al momento della realizzazione delle operazioni. Nell’ambito del suo giudizio “bifasico”, la Corte ha concluso che, se tutte le parti contraenti detengono la stessa informazione, «si trovano su un piano di parità e per loro un’informazione cessa di essere privilegiata nell’ambito dell’esecuzione delle decisioni adottate in seno al gruppo. Ciò premesso, dal momento che nessuno di loro è in grado di trarre un vantaggio rispetto agli altri, le operazioni effettuate tra i membri nel gruppo in base a tale informazione non costituiscono uno sfruttamento consapevole di un’informazione privilegiata ai sensi [della Direttiva *Insider Trading*]».

¹⁰¹ Il tracciato argomentativo della Corte, insistente sul carattere monopolistico dell’informazione, non si discosta poi molto dall’originaria *disclose or abstain rule* statunitense. Inoltre, l’attualità della portata della decisione in esame è data dal fatto che, benché *Georgakis* concernesse l’interpretazione e l’applicazione della direttiva *Insider Trading* (specialmente il Considerando 5), quest’ultimo poi non replicato nella MAD, la giurisprudenza successiva (in particolare, *Spector*, che invece, interpretava la MAD), ha ritenuto, come si vedrà subito dopo, *Georgakis* un precedente *in terminis*, da cui non discostarsi, al punto che il principio alla base di quella sentenza è poi stato trasfuso *expressis verbis* nel Considerando 24 MAR, a sua volta inserito sulla scorta di *Spector* (secondo cui «[...] la finalità del presente regolamento [...] è quella di tutelare l’integrità del mercato finanziario e rafforzare la fiducia degli investitori, la quale si fonda, a sua volta, sulla garanzia che gli investitori siano posti su un piano di parità e tutelati dall’abuso di informazioni privilegiate»), che è attualmente cogente nel territorio dell’Unione.

*Spector*¹⁰² del 2009, ai sensi dell'art. 2 direttiva MAD, che pure aveva sostituito al requisito dello «sfruttamento» dell'informazione privilegiata quello del mero «utilizzo» (o «using» nella versione inglese) della stessa. Secondo la Corte, cioè, il divieto di *insider trading* è volto «a garantire la parità dei partecipanti ad un'operazione di borsa evitando che uno di loro, che detiene un'informazione privilegiata e si trova, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito dell'altro, che tale informazione ignora»¹⁰³.

¹⁰² Corte Giust. UE, causa C-45/08 del 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV*, in *Dir. proc. pen.*, 2010, 784 ss., con nota di S. RIONDATO, *Abuso di informazioni privilegiate: presupposti e sanzioni*, nonché in *Giur. comm.*, 2011, II, 55 ss., con nota di A.F. TRIPODI, *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: «utilizzazione implicita della notizia» e presunzione d'offesa*. In Europa, si sono occupati della decisione in esame, tra gli altri, anche L. ARDEN, *Spector Photo Group and its wider implications*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2010, 342 ss.; L. KLÖHN, *The European Insider Trading Regulation after Spector Photo Group*, *ivi*, 347 ss.; J.L. HANSEN, *Insider Dealing Defined: The EU Court's Decision in Spector Photo Group*, in *Eur. Comp. L.*, 2010, 98 ss.; K.C. LAGENBRUCHER, *The 'Use or Possession' Debate Revisited. Spector Photo Group and Insider Trading in Europe*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2010, 452 ss.; P.H. CONAC, *La Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation induite de l'information privilégiée*, in *Rev. soc.*, 2010, 328 ss. Più di recente, v. M. KINANDER, *Ten Years After: The Spector Presumption of Insider Dealing in MAD, MAR and MAD II*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2019, 364 ss. Il caso riguardava un'operazione di acquisto di azioni proprie da parte della società quotata di diritto belga – *Spector Photo Group NV* –, la quale, dopo aver adeguatamente informato l'Euronext di Bruxelles in data 21 maggio 2003, conformemente alla normativa belga allora in vigore, circa la propria intenzione di acquistare un certo numero di azioni proprie, in attuazione del suo programma di opzioni sulle azioni, procedeva ad acquistare, in un periodo compreso tra il 28 maggio ed il 30 agosto 2003, oltre 27.000 azioni proprie, la maggior parte delle quali nei giorni compresi tra l'11 ed il 13 agosto, al valore medio di 9,97 euro (a fronte di un prezzo di esercizio delle opzioni pari a 10,45 euro). Successivamente, la *Spector* pubblicava talune informazioni favorevoli relative ai propri risultati di gestione e politica commerciale, tali, in tesi, da far incrementare il valore delle azioni della società; valore che, in effetti, al 31 dicembre 2003, aumentò fino a 12,50 euro. Il 28 novembre 2006, la *Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiwezen* (Commissione per il settore bancario, finanziario e assicurativo, ossia l'Autorità di vigilanza belga), sanzionava per *insider trading* la società ed il membro del consiglio di amministrazione – il sig. *Van Raemdonck* – che aveva materialmente eseguito le operazioni, infliggendo ammende di ammontare pari, rispettivamente, a 80.000 e 20.000 euro. La decisione dell'*Authority* veniva impugnata davanti alla *Hof van beroep te Brussel* (la Corte di Appello di Bruxelles), che sospendeva il giudizio sottoponendo alla Corte di Giustizia più questioni pregiudiziali relative all'interpretazione degli artt. 2 e 14 della direttiva MAD, riducibili, ai fini che qui interessano, a (i) la corretta interpretazione della nozione di «utilizzo» di un'informazione privilegiata ai sensi dell'art. 2 della direttiva MAD (posto che gli appellanti segnalavano che, per integrare gli estremi dell'abuso di informazioni privilegiate, l'art. 25, n. 1, della legge belga 2 agosto 2002, in materia di controllo sul settore finanziario e i servizi finanziari, come successivamente modificata, non richiedeva l'«utilizzo» di tale informazione privilegiata (come invece previsto dalla direttiva MAD), ma solo il suo «possesso»); e (ii) la natura della prova che consente di stabilire se un'informazione privilegiata sia stata, appunto, utilizzata (posto che gli appellanti lamentavano che la Commissione belga non fosse stata in grado di dimostrare che gli acquisti di azioni proprie fossero stati effettuati a causa dell'imminente pubblicazione dei risultati della società).

¹⁰³ *Ivi*, par. 48. Peraltro, la Corte ulteriormente precisava che «[l]a caratteristica fondamentale

Tuttavia, al fine di evidenziare il recepimento di una nozione “oggettiva” di abuso di informazioni privilegiate – che segna l’abbandono del modello soggettivo, incentrato su opinabili elementi di finalità o intenzionalità nella definizione degli illeciti, a favore di un modello che presenta, tra l’altro, il vantaggio (non indifferente nella prospettiva del regolatore) di evitare una complicata indagine di tipo psicologico-motivazionale sull’incidenza dell’informazione nella genesi della volontà di agire del soggetto incriminato –, la Corte, a partire dalla presunzione dell’elemento psicologico dell’autore, sulla base di una lettura teleologicamente orientata delle disposizioni comunitarie (la cui finalità consiste, come noto, nel garantire l’integrità dei mercati finanziari comunitari e nel rafforzare la fiducia degli investitori in tali mercati, che, a sua volta, riposa, in particolare, sul fatto che questi ultimi siano posti su un piano di parità e tutelati contro l’utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate), ha finito per presumere altresì che l’«insider primario, il quale detiene informazioni privilegiate [ed] effettu[a] un’operazione di mercato sugli strumenti finanziari cui esse si riferiscono, [... abbia] «utilizzato» tali informazioni ai sensi della [Direttiva MAD]»¹⁰⁴.

In concreto, ciò implica che l’«utilizzo» dell’informazione privilegiata (normativamente richiesto) non rinvia alla dinamica del processo decisionale dell’agente, e cioè all’incidenza del privilegio conoscitivo sulla decisione di effettuare l’operazione, e, soprattutto, che, in presenza di un’operazione finanziaria compiuta nel possesso di un’informazione privilegiata deve ritenersi presunto, a meno che non venga fornita (una ardua) prova contraria, l’«utilizzo» della stessa.

In definitiva, nella prospettiva che più rileva ai presenti fini, se il «possesso» dell’informazione è integrato da una posizione di privilegio (o “monopolistica”) sulla stessa, circostanza che è verificata *ex se* nel caso, statisticamente più ricorrente, degli *insider* primari, mentre il relativo “uso” sostanzialmente si presume per il mero compimento dell’operazione di mercato, è evidente che, dato che la prova contraria rispetto alle precedenti (espresse o implicite) presunzioni è spesso al limite della *probatio diabolica*, il rilievo maggiore (oltre che concettuale, viepiù amplificato dalla sua declinazione probatoria) si concentra sulla nozione di informazione privilegiata. Per quanto semplicistica, quindi, la violazione del divieto si può ridurre ad una equazione para-sillogistica, la quale postula che, se si esclude la natura privilegiata dell’informazione, viene meno conseguentemente

dell’abuso di informazioni privilegiate risiede dunque nel trarre indebitamente vantaggio da un’informazione a scapito di terzi che non ne sono a conoscenza e, conseguentemente, nel pregiudicare l’integrità dei mercati finanziari nonché la fiducia degli investitori» (par. 52). Le considerazioni espresse nel caso *Spector* in relazione alla formulazione dell’art. 2 MAD paiono tuttora valide, dal momento che il vigente divieto di *insider trading* di cui all’art. 8 MAR ha mantenuto la medesima formulazione di cui al precedente art. 2 MAD e, in ogni caso, il già citato considerando 23 MAR riporta letteralmente l’ottenimento di «un vantaggio a scapito di terzi» come elemento qualificante dell’*insider trading*.

¹⁰⁴ *Ivi*, par. 54.

tout court l'illecito, a prescindere da complicate dimostrazioni circa il mancato possesso o uso della stessa.

5.2. I caratteri distintivi dell'informazione privilegiata.

Se, dunque, la ricorrenza (o meno) di episodi di *insider trading* viene a dipendere, in larga parte, dalla sussistenza (o meno) di un'informazione privilegiata, è opportuno richiamare – sia pur brevemente, non essendo questa la sede per un'analisi di dettaglio degli elementi costitutivi della relativa nozione – le condizioni alle quali un'informazione possa effettivamente essere qualificata come privilegiata.

Come anticipato, con singolare continuità rispetto alla direttiva *Insider Trading*, l'art. 7 MAR la definisce tale allorquando la stessa (a) abbia carattere preciso; (b) non sia stata resa pubblica; (c) concerna uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari; e (d) qualora venisse resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce (o sui derivati ad essi collegati).

Il primo elemento distintivo della nozione di informazione privilegiata è quello della “precisione”. Tale attributo trova la sua giustificazione nella *ratio* che informa la normativa europea in materia di abusi di mercato: laddove, infatti, le informazioni non abbiano un carattere preciso, il loro utilizzo prima di una loro pubblicazione non dovrebbe provocare alcun detrimento per gli altri investitori, dal momento che un'informazione carente di precisione non consente di trarre alcun indebito vantaggio nel compimento di operazioni su titoli, non ledendo dunque né il generale principio della trasparenza del mercato né tantomeno la parità di accesso alle informazioni¹⁰⁵.

Peraltro, l'art. 7, secondo paragrafo, MAR chiarisce espressamente in cosa si sostanzia il requisito della precisione, tenuto conto che essa deve, per un verso, fare «riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà» e, per altro verso, «permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari».

Oltre a predicare che l'informazione precisa deve far riferimento ad un evento o ad un insieme di circostanze fattuali, in grado, pertanto, di supportare la valutazione predittiva, la norma distingue gli eventi e le circostanze già verificatesi da quelli futuri: per i primi, il giudizio consiste sostanzialmente in una più agevole analisi “storica”, mentre nel secondo caso è necessario un giudizio prognostico –

¹⁰⁵ Sul punto, per tutti, v. M. VENTORUZZO, C. PICCIAU, *Article 7 Inside Information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*², (nt. 1), 275 ss.

tipicamente definito “*reasonable expectation test*”¹⁰⁶ – fondato «su un coefficiente probabilistico che, senza aspirare a livelli prossimi alla certezza, neppure superi la soglia oltre la quale lo sfruttamento di un vantaggio informativo svanisce in una decisione aleatoria»¹⁰⁷.

Da ultimo, la norma pone l'ulteriore condizione che vi sia la possibilità effettiva di determinare le conseguenze che l'evento o le circostanze avranno sul prezzo dei titoli. Ne discende, dunque, che l'informazione, per qualificarsi come privilegiata, dovrà essere altresì sufficientemente specifica da permettere di prevedere l'impatto sui corsi, sì da fornire al potenziale *insider* un vantaggio competitivo (in condizioni di rischio differenziato) rispetto agli altri investitori tale da incentivarlo a commerciare su quel titolo¹⁰⁸.

Il secondo elemento distintivo della nozione di informazione privilegiata è il suo carattere “non pubblico”. Concettualmente meno problematico del precedente, è invece il suo accertamento in concreto l'aspetto meno agevole di tale requisito. Tuttavia, ai fini che qui interessano, è sufficiente precisare che la natura “non pubblica” delle informazioni, a prescindere e al di là delle modalità di *disclosure* “in positivo” adottate dagli emittenti per adempiere agli obblighi di diffusione al pubblico (di cui, tra l'altro, all'art. 17 MAR, secondo cui «le informazioni privilegiate [devono essere] rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico [...]»), dipende dal concreto accesso alle medesime da parte degli investitori operanti sul mercato¹⁰⁹. In altri termini, «l'accessibilità del pubblico alla conoscenza rappresenta [...] il prerequisite della liceità delle operazioni borsistiche e il relativo accertamento deve svolgersi su un piano oggettivo, tendente a stabilire se, nel preciso istante di realizzazione della condotta, la notizia abbia perduto il suo carattere privilegiato per qualsiasi via e anche indipendentemente dalla volontà del suo detentore»¹¹⁰.

Il terzo elemento distintivo postula che l'informazione privilegiata concerna uno o più emittenti oppure uno o più strumenti finanziari. Sempre nella (limitata) prospettiva che in questa sede viene in rilievo, il requisito in parola consente di (ri)evocare la già menzionata distinzione tra *corporate information*, afferenti di-

¹⁰⁶ C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2012, 492 ss.

¹⁰⁷ S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 2138.

¹⁰⁸ L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Cap. Mar. L. J.*, 2015, 180.

¹⁰⁹ P.K. STAIKOURAS, *Four Years of MADness? The New Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2008, 775 ss., L. KLÖHN, (nt. 102), 364 ss.

¹¹⁰ S. SEMINARA, (nt. 107), 2145.

rettamente a un emittente (o uno strumento finanziario) e, in quanto tali (a differenza delle altre), poste a base dell'obbligo di informazione continua (*ex art. 17 MAR*), e *market information*, più genericamente impattanti su una pluralità di emittenti o strumenti finanziari, la cui natura privilegiata, già di per sé più sfumata, si riduce in concreto ad un perimetro, soprattutto temporale, molto limitato (essenzialmente confinato a quel lasso di tempo, appunto generalmente breve, nel quale le sottostanti circostanze sono ancora confidenziali)¹¹¹.

Il quarto ed ultimo elemento distintivo è quello della c.d. *price-sensitivity* (concettualmente assimilabile alla statunitense *materiality*, dalla cui definizione, per via giurisprudenziale, la nozione europea è peraltro fortemente influenzata). In Europa, tale requisito viene costruito mediante una combinazione di prospettive, dapprima in termini oggettivi – perché è privilegiata l'informazione che «se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi» degli strumenti finanziari – e poi in termini soggettivi – poiché quanto sopra significa che è tale quella «che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento».

Neanche in questo caso è possibile offrire una compiuta analisi dei vari sub-componenti sopra indicati e, in particolare, della discussa figura dell'«investitore ragionevole», astrazione antropomorfa alla cui stregua parametrare l'agire di un ideale investitore-modello, che però risulta un riferimento inaffidabile in un contesto, come quello di mercato, non sempre caratterizzato dalla razionalità che dovrebbe informare le scelte di investimento¹¹². Tuttavia, può comunque osservarsi che la prognosi postuma circa la *price-sensitivity* dell'informazione viene in larga parte a dipendere, sotto il profilo soggettivo, dalla riconducibilità dei singoli elementi di cui il requisito in parola si compone (ad es., l'alterazione del *total mix* di conoscenze che induce all'investimento, la stessa adozione di una decisione di investimento) a comportamenti imputabili ad una figura che, per quanto standardizzata e, come tale, in principio insensibile alle diverse competenze individuali dei plurimi operatori sul mercato, postula l'esistenza di una fisiologia di condotte pur sempre umane, non (quantomeno allo stato) algoritmiche. Ciò, dunque, consente di «chiudere il cerchio» in merito all'analisi dell'operato degli HFT *sub specie insider trading*, come si vedrà subito appresso nel prossimo paragrafo.

¹¹¹ Sul punto, v., tra i vari, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, (nt. 106), 493, nonché già G. FERRARINI, (nt. 89), 43 ss. Per la corrispondente distinzione negli Stati Uniti, v., per tutti, S.M. BAINBRIDGE, *An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?*, in *Eur. Com. L.*, 2005, 25.

¹¹² V., *ex multis*, G. STRAMPELLI, (nt. 6), 1006 ss., M. VENTORUZZO, *Reflections on the Notion of Reasonable Investor*, in *Riv. soc.*, 2019, 1296 ss.

6. HFT e insider trading: una (tollerabile) breccia nel paradigma della parità informativa.

A valle dell'analisi normativa compiuta, appare opportuno verificare se, e in che modo, le condotte degli HFT possano essere suscumbibili nel divieto di *insider trading*, rispettivamente negli Stati Uniti e nell'UE.

Sul punto, come anticipato, merita ricordare che, grazie al binomio co-ubicazione e flusso diretto dei dati, gli HFT possono godere di un vantaggio informativo sia rispetto al pubblico dei c.d. *slow trader* sia, allorquando destinatari di *private feed*, anche nei confronti degli altri *trader* HFT che non abbiano preso parte alla medesima determinata operazione.

Questa condizione degli HFT non integra certamente gli estremi dell'*insider trading* negli Stati Uniti – ancor prima di analizzare l'“oggetto” del loro presunto “abuso”, ossia di verificare se le informazioni che gli HFT utilizzano siano suscumbibili entro la categoria delle informazioni privilegiate (o *material e non-public*, secondo la terminologia statunitense): come si è visto, infatti, nell'ordinamento statunitense la disciplina in materia di *insider trading* è imperniata attorno al compimento di atti *lato sensu* fraudolenti, laddove appare necessaria la violazione, tramite il compimento dell'operazione di mercato, di un dovere, più o meno fiduciario, che l'agente ha nei confronti dell'emittente o dei suoi soci (*classical theory*) o di un terzo-fonte dell'informazione (*misappropriation theory*).

Gli HFT, però, non intrattengono alcun rapporto fiduciario con gli emittenti né violano alcun dovere di riservatezza verso la fonte delle informazioni e, in ogni caso, le modalità di acquisizione dell'informazione non sono affatto fraudolente o, comunque, illecite.

Nell'Unione europea, invece, la soluzione alla domanda di ricerca non può essere così *tranchant*. Appare, infatti, necessario interrogarsi sulla natura privilegiata (o meno) delle informazioni utilizzate dagli HFT, atteso che, a differenza degli Stati Uniti, sono tendenzialmente considerate illecite le ipotesi in cui un soggetto venga a conseguire «un vantaggio a scapito di terzi che non sono a conoscenza di [...] informazioni [privilegiate], mettendo così a repentaglio l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori»¹¹³, a prescindere dal carattere fraudolento della modalità con cui le abbia acquisite e dai rapporti con l'emittente sui cui titoli commercia.

Ebbene, questa prospettiva di tutela e, dunque, concezione dell'*insider trading* potrebbe portare a valutazioni diverse rispetto alla liceità del vantaggio strutturale di cui godono gli HFT. Se, infatti, gli HFT, tramite i servizi di co-ubicazione e flusso diretto di dati, riescono ad accedere alle informazioni di mercato prima degli altri operatori e, grazie alla programmazione algoritmica, commerciano sulla base delle

¹¹³ Cfr. Considerando 23 MAR.

stesse ancor prima che i dati ufficiali sui prezzi dei titoli vengano diffusi dalle piattaforme di mercato agli altri operatori, si potrebbe obiettare che ciò integri una “violazione” di quella parità informativa su cui si fonda la disciplina eurounitaria ¹¹⁴.

Peraltro, è bene ricordarlo, questa asimmetria informativa è duplice (come detto, sia nei confronti degli altri HFT, per effetto di co-ubicazione e *private feed*, sia nei confronti del resto del mercato, per effetto del “solo” *public feed*) e probabilmente merita conclusioni differenziate a seconda del tipo di asimmetria che, di volta in volta, viene in rilievo ¹¹⁵.

Cominciando dall’asimmetria, per così dire, strutturale, rispetto al resto del mercato, ad avviso di chi scrive è a dir poco dubbio che le informazioni di cui si discorre possano realmente definirsi “privilegiate” e, a meno di forzature interpretative del dettato normativo, facenti prevalentemente leva su ricostruzioni vagamente eticizzanti in materia di (ontologico) squilibrio informativo, ritenere gli HFT responsabili di *insider trading*.

Infatti, a ben vedere, se, ai sensi dell’art. 7 MAR, un’informazione è privilegiata quando (i) ha carattere preciso; (ii) non è stata (ancora) resa pubblica; (iii) concerne uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari; (iv) qualora venisse resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari cui si riferisce, è quantomeno discutibile che le informazioni “usate” dagli HFT soddisfino compiutamente tutti i predetti requisiti.

Invero, ciò che gli HFT apprendono in caso di *public feed* è un’informazione quantitativamente e qualitativamente identica rispetto a quella a disposizione del resto del mercato, ciò anche laddove le stesse attengano a grandezze aggregate, relative alle operazioni effettuate sulle singole sedi di negoziazione. È chiaro, tuttavia, che, a parità di informazione ricevuta, gli HFT sono in grado di sfruttarla “meglio”, sia sotto il profilo temporale che qualitativo, in virtù della loro velocità operativa, frutto della sofisticata programmazione algoritmica.

Non pare, pertanto, particolarmente persuasivo il rilievo, pur sostenuto in dottrina, secondo cui «rispetto alle cognizioni in chiave speculativa tipiche dell’operatore professionale “classico”, [...] muta [...] la stessa semantica dell’informazione rilevante» ¹¹⁶. Come a voler implicare che, già a livello gnoseologi-

¹¹⁴ D'altronde, il medesimo considerando 62 MiFID II afferma che «[l]a negoziazione ad alta frequenza può anche, visti i vantaggi in termini di informazione forniti a chi la pratica, indurre gli investitori a scegliere di effettuare gli scambi nelle sedi dove possono evitare contatti con gli operatori che effettuano negoziazioni ad alta frequenza [...]», riconoscendo così espressamente la presenza di un vantaggio informativo degli HFT a scapito degli *slow trader*.

¹¹⁵ D'altro canto, parrebbe astrattamente possibile far ricadere la condotta dell'HFT nella fattispecie di *insider* secondario, ove è il mercato stesso – che agirebbe da *tipper* – a “comunicare” agli HFT informazioni che il pubblico, nei fatti, non ha ancora ricevuto o, perlomeno, su cui non ha avuto il tempo di operare.

¹¹⁶ A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato e trading algoritmico*, in *Il diritto nell'era digitale*, a cura di R. GIORDANO *et al.*, Milano, Giuffrè, 2022, 754.

co, si farebbe fatica a sussumere le notizie utilizzate dagli HFT entro il concetto normativo di “informazione” (privilegiata) tradizionalmente posto a base dei divieti in materia di abusi di mercato. Non v’è, infatti, differenza in termini né di essenza qualitativa della nozione in questione (quand’anche si prenda a riferimento l’informazione aggregata relativa all’insieme dei dati riferiti agli scambi in un determinato mercato), né – per unità di tempo, ossia allorquando il *feed* diventa *public* – di parametro soggettivo di intellegibilità alla cui stregua la relativa acquisizione (dell’informazione) si misura (essendo il meccanismo conoscitivo umano e il “sapere” e l’“apprendere” dell’algoritmo esattamente identici in quel momento).

Né vi possono essere dubbi, senza dover sconfinare nella declinazione, in chiave tecnologica, degli elementi costitutivi dell’informazione privilegiata normativamente detta, circa il fatto che le informazioni in questione siano “precise”, nel senso che si riferiscono ad un “evento” (cioè ad un fatto oggettivo), benché sia effettivamente da dimostrare che, nel momento in cui vengono poste a disposizione della macchina, quelle informazioni siano sufficientemente specifiche da permettere – ad un umano – di trarre conclusioni, con la stessa reattività con cui lo può fare la macchina, sul possibile loro effetto sui prezzi degli strumenti finanziari.

Ancora, se la *price-sensitivity* (ossia il giudizio prognostico-probabilistico circa l’effetto significativo sul prezzo degli strumenti finanziari) si misura sul parametro dell’investitore ragionevole (sottinteso umano), è soltanto per lo scarto temporale necessario per “processare” tali informazioni – proprio per la inidoneità intellettuale dell’agente-modello a decodificare allo stesso modo le notizie utilizzate dagli HFT – che si può rivelare arduo immaginare che siffatti dati possano essere utilizzate come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.

Ma, in ogni caso, a tutto concedere, ciò di cui certamente non si può dubitare è che le informazioni in parola siano “pubbliche” nel momento in cui gli HFT se ne avvalgono, posto che le medesime rivengono da servizi, non soltanto regolamentati, ma soprattutto offerti sul mercato a condizioni di parità a tutti gli investitori (in grado di investire risorse adeguate nelle tecnologie per poterne opportunamente fruire)¹¹⁷. Orbene, certamente si può discutere, ancora una volta, se, allorquando i dati in esame vengono processati dalla macchina, gli stessi si possano definire realmente “pubblici”, nel senso (non di astrattamente disponibili per tutti, che è indubitabilmente vero, ma) di concretamente fruibili da parte degli umani (che, invece, è quantomeno dubbio), sicché residuerebbe un tal quale vantaggio – se non altro, cronologico – a favore dell’algoritmo; tuttavia, «il suo vantaggio non [...] sembra tecnicamente conoscitivo: la macchina, invero, approfitta di un van-

¹¹⁷ V. M. VENTORUZZO, *The Concept of Insider Trading*, (nt. 1), 25.

taggio operativo, nel senso [che] è in grado di processare prima di tutti – e agire di conseguenza – notizie in sé note»¹¹⁸.

Non sfugge a chi scrive che, specie in considerazione della pervasività, progressivamente sempre più accentuata, del fenomeno algoritmico sul mercato, l'interprete – in assenza di espressi spunti legislativi in tal senso – possa nondimeno essere tentato di “aggiornare”, e “adattare” al mutato contesto tecnologico, le nozioni tradizionalmente (e fino ad oggi) impiegate per impernarvi il sistema sanzionatorio relativo agli abusi di mercato. Si tratterebbe, cioè, di creare un parallelo meccanismo esegetico di perimetrazione dei termini di illiceità della condotta posta in essere (in questo caso) dagli HFT, declinando, come detto, in chiave tecnologica, i concetti, ad es., di informazione (privilegiata) e di investitore ragionevole. Detto ancora in altri termini, si potrebbe ritenere opportuno dover costruire, ad es., l'inedita nozione di “investitore algoritmico ragionevole”, per eleggerla ad indice di rilevanza della *price-sensitivity* tecnologica, o quella di informazione privilegiata fruibile soltanto dagli algoritmi¹¹⁹.

La scelta ermeneutica in parola, tuttavia, non pare corretta per almeno due ordini di ragioni.

Anzitutto, ciò postulerebbe l'esistenza di un'informazione ontologicamente diversa, conoscibile esclusivamente dagli algoritmi, che, allo stato, però, non esiste. Come detto, infatti, i dati oggetto di *public feed* sono informazioni finanziarie tipiche (*sub specie market information*) a tutti gli effetti. L'unica differenza, se si vuole, è il “tempo di latenza” necessario per incorporare tali informazioni nelle decisioni di investimento degli operatori, che, nel caso degli HFT, è significativamente più breve.

Inoltre, l'approccio esegetico in parola dovrebbe essere basato su un'opzione ordinamentale di fondo che concepisca come illegittimo il vantaggio strutturale degli HFT: in questo senso, la tensione con l'approccio normativo eurounitario, improntato alla tutela della parità informativa, appare più evidente. Non si può, però, ignorare che giungere a “criminalizzare” l'attività degli HFT, per un verso, sarebbe illegittimo in assenza di apposita previsione normativa (in ossequio al principio *nullum crimen sine lege*) e, per altro verso, rischierebbe di trasformarsi in una deriva disincentivante gli investimenti nelle nuove tecnologie nel settore finanziario. Tanto più che il rilevato vantaggio informativo di cui gli HFT godono è, di fatto, configurabile come il risultato di un ingente investimento effettuato proprio per sviluppare tali tecnologie. Scoraggiare un accesso alle informazioni frutto di una superiorità cognitiva conseguita in maniera del tutto legittima, fruendo peraltro di servizi appositamente regolamentati, parrebbe inopportuno, sia tenendo conto dei principi che informano la tutela dei mercati negli ordinamenti considerati, sia, più in generale,

¹¹⁸ A.F. TRIPODI, (nt. 116), 755.

¹¹⁹ Per taluni spunti in tal senso, v. F. CONSULICH, (nt. 6), 210 ss.

come obiettivo di politica legislativa. Del resto, ciò si tradurrebbe «in un'ipertrofia incontrollabile dei doveri di comunicazione e astensione [...], onerando gli operatori di tali e tanti adempimenti da rendere impossibile ogni operazione economica senza una [reale] giustificazione razionale»¹²⁰.

Senza contare, infine, gli effetti positivi (innegabili ad avviso di chi scrive, ma ampiamente dibattuti¹²¹) connessi alla presenza di tali operatori sul mercato, in termini, ad es., di *price discovery* e *market making*, tenuto conto, altresì, che il “maggior guadagno” che gli HFT riescono a conseguire, pur potendo apparire particolarmente ingente se considerato nel suo complesso come dato aggregato, è invero relativamente minimale con riguardo alla singola operazione (laddove il margine di lucro degli HFT si compone di minimi aggiustamenti di prezzo), potendosi legittimamente dubitare quantomeno dell'esistenza di un reale detrimento degli *slow trader* in tale contesto¹²².

Contrariamente a quanto precede, considerazioni affatto differenti merita, a nostro avviso, la situazione che si viene a creare per effetto del *private feed* ricevuto dagli HFT parti di una determinata operazione. Nello specifico, il *punctum dolens* inerisce alla liceità del vantaggio di cui godono i *trader* HFT che hanno ottenuto accesso a informazioni relative alle operazioni in cui erano coinvolti (*i.e.* l'esecuzione di operazione) prima degli altri *trader* HFT che avevano sottoscritto gli stessi servizi di co-ubicazione. A concedere tale vantaggio sarebbero, per l'appunto, i flussi diretti di dati che confermano anticipatamente l'esecuzione degli ordini a coloro che li hanno inseriti.

Tali informazioni, ancora una volta qualitativamente intellegibili da qualunque

¹²⁰ F. CONSULICH, (nt. 6), 214, secondo cui altresì «le informazioni considerate dagli algoritmi sono spesso prive di rilevanza economica e attengono, ad esempio, a episodici e rapidissimi disallineamenti di prezzo tra domanda ed offerta di un titolo, di valore per altro per lo più infinitesimo».

¹²¹ Crediamo, infatti, che non si possano discutere i benefici apportati dagli HFT quando seguono strategie di *market making* e arbitraggio, mentre conveniamo che possa sussistere qualche dubbio quando gli stessi adottano strategie aggressive di speculazione infragiornaliera. Del resto, è stato pure suggerito che le modalità operative degli HFT possono essere idonee a generare, tra l'altro, maggiori costi per gli investitori, profonde disparità nell'accesso alle informazioni, nonché complessivamente, un peggior funzionamento del mercato: v. Y. YADAV, (nt. 22), 1023; sul punto, v., altresì, G. BALP, G. STRAMPELLI, (nt. 4), 404, secondo cui «[i]nformation inequalities tolerated or accepted under the current insider trading and issuer disclosure rules affect financial markets efficiency and challenge the theoretical framework underlying the ECMH. Due to reduced latency, early access to trade data allows HFTs to anticipate order flow and trade ahead of slower investors. HFTs reduce informed traders' incentives to perform (costly) fundamental analysis, in that they erode the possibility to profit from the first-mover advantage gained through investing in fundamental research and analysis. As a result of potentially reduced informed trading, market prices may become less informative, and negatively affect allocative efficiency. Importantly, HFT is structurally inadequate for contributing to long-term price discovery, since trades are typically not, or only marginally, based on information concerning securities and their issuers, and the fundamental analysis of that information».

¹²² In questo senso, tra gli altri, v. M. VENTORUZZO, (nt. 1), 26.

investitore ragionevole (anche umano), non sono però accessibili al pubblico degli investitori nel momento in cui giungono agli HFT co-ubicati e destinatari di *private feed*, quantomeno fino a quando l'intero mercato non riceve il *public feed*: come tali, in quell'unità di tempo (per quanto circoscritta, comunque non irrilevante), sono informazioni "non pubbliche". Né vi può essere alcun dubbio sul fatto che le negoziazioni che gli HFT avviano "sulla base" di detti dati concretizzano un "utilizzo" di siffatte informazioni e non già un'attività di negoziazione meramente accompagnata dal mero possesso di tali informazioni.

Se, dunque, condurre negoziazioni in tali condizioni di vantaggio informativo oggettivamente compromette il concetto di *level playing field* che l'ordinamento eurolunitario cerca di garantire attraverso il divieto di abuso di informazioni privilegiate, non è peregrino prospettare una sistematica violazione del divieto di *insider trading* allorquando gli HFT agiscono sul mercato basandosi su informazioni anticipate, ottenute attraverso il binomio servizi di co-ubicazione e *private feed*.

E in effetti le norme europee non escludono esplicitamente la possibilità che i *trader* che utilizzino informazioni "anticipate" attraverso il binomio di co-ubicazione e flussi diretti di dati possano incorrere in una violazione nel divieto di *insider trading*. Al contempo, la questione non è stata affrontata esplicitamente dal legislatore europeo né in sede di adozione e/o successiva modifica tanto di MiFID II/MiFIR quanto di MAR.

Ora, probabilmente, a livello ermeneutico, si potrebbe ragionevolmente sostenere che esiste – più o meno implicitamente – una causa di esenzione stabilita da fonte di rango primario, paritetico a quello della norma "incriminatrice" in tema di *insider trading*. Ed è altresì vero che il legislatore europeo, data per assodata la strutturale asimmetria informativa degli HFT rispetto al resto del mercato, ha probabilmente preferito gestirla sul fronte della *disclosure*, prescrivendo alle sedi di negoziazione impegni di diffusione tempestiva delle informazioni, piuttosto che su quello repressivo, in termini di sanzione degli operatori per violazione sistematica del divieto di *insider trading*. Tuttavia, al di là di ormai velleitarie aspirazioni di ortodossia legislativa, l'emersione dell'ulteriore profilo di asimmetria, endogeneo alla categoria di HFT, a seconda che siano destinatari (o meno) di *private feed*, potrebbe riproporre il tema, di politica legislativa, di come evitare la perseguibilità degli HFT *insider trader*. In questo senso, effettuata una nuova, attendibile, verifica circa la tollerabilità dell'ordinamento verso tali epifanie di squilibrio informativo, si potrebbe probabilmente intervenire espressamente sul fronte delle esenzioni/difese, alla stregua di quanto già fatto, ad es., nei confronti dei *market maker* (per la cui operatività è stato approntato un regime di favore nonostante la patente violazione della parità informativa), rispetto ai quali, *mutatis mutandis*, gli HFT presentano talune analogie (se non proprio omologie) operative.

7. Conclusioni.

In definitiva, si è osservato che, specie rispetto ai c.d. *slow trader*, da un punto di vista fenomenico, grazie al binomio co-ubicazione e *public feed*, i *trader* HFT riescono a processare le informazioni in via prioritaria “prima” di ogni altro operatore del mercato. Tuttavia, sebbene vi sia una frazione temporale in cui essi siano gli unici a saper utilizzare tali notizie, questa superiorità informativa difficilmente può essere, allo stato, considerata illecita: ciò poich , a tacer d’altro, il *modus operandi* con cui tale superiorit  viene conseguita appare perfettamente legale (essendo peraltro, negli ordinamenti considerati, co-ubicazione e flusso diretto di dati istituiti appositamente disciplinati).   bene, dunque, evitare che, specialmente nell’ordinamento europeo, fondato *in parte qua* sul principio della parit  di accesso alle informazioni, e dunque, in ipotesi, pi  incline a sanzionare il mero squilibrio informativo, si acceda ad un’interpretazione lata di informazione privilegiata, tale da attrarre all’alveo dell’*insider trading* l’operato degli HFT rispetto agli *slow trader*.

Di diverso tenore appare invece il vantaggio per effetto del *private feed* di cui paiono godere gli HFT parti di una determinata operazione rispetto ad altri HFT che non siano parte di quella medesima operazione. Questa seconda asimmetria, per un verso, nell’ordinamento statunitense, appare non sussumibile nell’illecito di *insider trading*, stante l’assenza di qualsivoglia atto *lato sensu* fraudolento ascrivibile agli HFT, mentre, per altro verso, nel contesto eurounitario, l’utilizzo di un’informazione che, seppur per un breve lasso di tempo, non pu  essere considerata ancora pubblica, potrebbe condurre a ritenere che si integrino gli estremi dell’illecito in questione. Per coerenza sistematica, sarebbe forse bene intervenire espressamente con un’apposita causa di giustificazione che schermi il loro operato dai rischi di incriminazione per *insider trading*, anche al fine di scongiurare possibili tendenze repressive che scoraggino l’avanzamento tecnologico dei mercati.

Ci , per , solo a patto che future evidenze empiriche non dimostrino la sussistenza di ulteriori (rispetto a quelle esistenti) ed inammissibili esternalit  negative, connesse all’operativit  degli HFT, nel qual caso sar  opportuno che il legislatore sia statunitense sia, soprattutto, europeo, intervengano espressamente a regolare la materia al fine di minimizzare i costi e le disparit  informative.

Si pone, dunque, una questione di “politica legislativa” relativa alla possibile reazione che l’ordinamento dovrebbe adottare circa le rilevate situazioni di “squilibrio informativo”. Si tratta, cio , di un tema che involge la definizione del bene giuridico tutelato dal divieto di *insider trading*, specie nell’ordinamento eurounitario, ossia la parit  di accesso alle informazioni, la cui effettivit  di tutela rischia di apparire sempre pi  rarefatta.

Al contempo, a livello europeo, non pu  non notarsi che, rimanendo in punto di politica legislativa, il passo   breve rispetto ad un pi  ampio *paradigm shift*, ossia un vero e proprio ripensamento del paradigma di riferimento in merito ai pre-

supposti su cui si fonda la nozione bifronte di informazione privilegiata e i correlati obbligo di *disclosure* e divieto di *insider trading*: l'impatto delle tecnologie, l'indeterminatezza del concetto di ragionevolezza (umana), al cospetto delle plurime epifanie di irrazionalità di mercato, e l'attuale irrilevanza dei profili "qualitativi" dell'informazione legittimano (per non dire impongono) un possibile superamento dell'impianto teorico alla base *in parte qua* della normativa esistente *in subiecta materia*¹²³.

¹²³ In tal senso, per tutti, v. M. ARRIGONI, (nt. 93), 69, F. ANNUNZIATA, (nt. 4), 266 ss.

Il ruolo degli investitori istituzionali passivi nella governance delle società quotate: problemi aperti e prospettive

The role of passive institutional investors in the governance of listed companies: open issues and perspectives

Eugenio Sabino *

ABSTRACT:

Negli ultimi anni, il mercato dei capitali sta assistendo ad una sempre maggiore presenza di investitori istituzionali che adottano strategie di investimento passive nell'azionariato di società quotate. Tuttavia, l'analisi delle implicazioni che l'adozione di simili strategie di investimento può avere sulla *corporate governance* sembra tutt'ora palesare alcune zone d'ombra, che appaiono meritevoli di essere meglio esplorate alla luce dell'attuale quadro normativo, teso a promuovere l'impegno a lungo termine da parte degli azionisti. Nello scenario delineato, il presente lavoro si propone di indagare il ruolo degli azionisti istituzionali passivi nelle società quotate italiane ai fini della promozione di un modello di *governance* che riponga maggiore attenzione alla sostenibilità dell'impresa.

In recent years, the capital market has been witnessing an increasing presence of institutional investors adopting passive investing strategies in the shareholders' structure of listed companies. However, the implications that such investment strategies may have on corporate governance still seems to show certain shadow areas that deserve to be better explored, also in light of the current regulatory framework aimed at promoting a long-term shareholders engagement. Moving from this background, the article aims to investigate the potential role that passive institutional investors may have in the Italian listed companies for the promotion of a governance model that places greater emphasis on corporate sustainability.

* Dottorando di ricerca di diritto commerciale, Università degli Studi di Torino; email: eugenio.sabino@edu.unito.it.

SOMMARIO:

1. Premessa e piano d'indagine. – 2. Considerazioni introduttive sul ruolo degli investitori istituzionali come azionisti delle società quotate nel quadro normativo delineato dalla *Shareholders Rights Directive* II. – 3. Alcune riflessioni sulle implicazioni derivanti dall'adozione di strategie di investimento passive nella *governance* delle società quotate. – 4. Investitori istituzionali passivi e politiche di *engagement*: lineamenti del dibattito. – 5. *Engagement* tra azionisti istituzionali e amministratori delle società quotate italiane: problemi e ipotesi. – 6. *Viribus unitis*: il coordinamento tra azionisti istituzionali quale possibile soluzione al problema del c.d. “*short-termism*”.

1. Premessa e piano d'indagine.

La crescente presenza degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società italiane rende oltremodo attuale interrogarsi in merito alle implicazioni che la presenza di tali soggetti ha (ovvero può avere) sul perseguimento da parte del consiglio di amministrazione di politiche di gestione maggiormente responsabili e tendenti alla creazione di valore nel lungo termine.

I lineamenti del dibattito sull'attivismo degli investitori istituzionali e sulle relative implicazioni di *governance* sono ben noti in letteratura¹. Al contempo,

¹ La letteratura in argomento, soprattutto con riferimento al sistema statunitense, è alquanto vasta. Tra i molti lavori autorevoli si possono citare: R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of corporate Governance*, in 18 *Yale Journal on Regulation*, 2001, 174 ss.; A. KLEIN, E. ZUR, *Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors*, in 64 *Journal of Finance*, 2008, 187 ss.; M. KAHAN, E. B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *University of Pennsylvania Law Review*, 1021 ss.; A. BRAV, W. JIANG, F. PARTNOY, R. THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in 63 *Journal of Finance*, 2008, 1729 ss.; C.P. CIFFORD, *Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists*, in 14 *Journal of Corporate Finance*, 2008, 323 ss.; R. GREENWOOD, M. SCHOR, *Investor Activism and Takeovers*, in 92 *Journal of Financial Economics*, 2009, 362 ss.; W.W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, in 95 *Georgetown Law Journal*, 2007, 1375 ss.; L.A. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Columbia Law Review*, 2015, 1085 ss.; L. STRINE Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in 126 *Yale Law Journal*, 2017, 1870 ss.; J. MACEY, *Their Bark Is Bigger than Their Bite: An Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in 126 *The Yale Law Journal Forum*, 2017, 526 ss. Per un inquadramento del tema nella dottrina italiana v. L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 493 ss.; C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e “azione di concerto”*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 ss.; F. BORDIGA, *Partecipazione degli investitori istituzionali alla s.p.a. e doveri fiduciari*, *ivi*, 2013, 202 ss.; M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: An Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and Its Evolution*, in *ECFR*, 2013, 328 ss.; R. GHETTI, *La nozione di concerto nel diritto societario europeo e l'attivismo degli azionisti*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 754 ss.; P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori isti-*

però, pare opportuno rilevare come, nella maggior parte dei casi, questo tema sembri esser stato analizzato senza prestare adeguata attenzione alla particolare natura delle strategie di investimento perseguite da un determinato azionista istituzionale². Quella degli investitori istituzionali, non deve dimenticarsi, è una categoria che tanto per varietà di interessi di cui sono portatori, quanto per una differente lunghezza del relativo orizzonte di investimento, appare difficilmente inquadrabile in termini unitari. Ed infatti, un conto è la strategia di investimento adottata da un investitore istituzionale attivo e speculativo (essenzialmente *hedge funds*), la quale consiste tipicamente nell'intervenire in società con problematiche di *governance* allo scopo di realizzare rendimenti elevati e, conseguentemente, aumentare il valore dell'investimento³; ben altro è la strategia di investimento c.d. "passiva" adottata dai fondi comuni indicizzati (tra i quali gli *Exchange Traded Funds* – ETF)⁴. Quest'ultima, infatti, si caratterizza per il fatto di avere ad oggetto una o più società che afferiscono alla composizione di un dato indice azionario di riferimento (tra gli altri, basti pensare all'indice S&P 500), e consiste nel replicarne tanto il rischio quanto il rendimento complessivo. In particolare, gli investitori passivi, a differenza di quelli attivi e speculativi, non possono esercitare alcuna discrezionalità in ordine all'acquisto ovvero alla vendita delle azioni possedute al fine di cogliere eventuali opportunità di investimento favorevoli, dal momento che le loro scelte di investimento sono esclusivamente dettate dalla composizione dell'indice assunto come *benchmark* in relazione al portafoglio gestito.

Per rispondere a tale esigenza di chiarezza, il *focus* del presente lavoro è rappresentato dall'analisi delle implicazioni derivanti dall'adozione, da parte di un determinato azionista istituzionale, di strategie di investimento passive (nei ter-

tuzionali e società quotate: analisi e proposte, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.; A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, *ivi*, 2016, 409 ss.; G. SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, *ivi*, 2018, 186 ss.

² La categoria degli investitori istituzionali è alquanto vasta e dai contorni non sempre chiari. Per comodità, nel presente lavoro, il riferimento è alla definizione tratta dal *Libro Verde* della Commissione europea, il *Quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, cioè ad ogni soggetto che investe a titolo professionale (anche) per conto di clienti come, ad esempio, le banche, le imprese di assicurazione, le SGR, le Sicav e le Sicaf, i fondi pensione, i fondi sovrani, i fondi *hedge*, i fondi di *venture capital* e i fondi di *private equity*.

³ L'aspetto positivo di una strategia attivista, a ben vedere, consiste nel fatto che essa potrebbe indurre il *management* della società partecipata a compiere scelte di *governance* più efficienti. Di contro, l'aspetto negativo si può scorgere nella propensione della società verso politiche di gestione a breve termine finalizzate a soddisfare l'interesse speculativo dell'investitore attivista. Sul punto, v., *infra*, par. 6.

⁴ Per una compiuta disamina in argomento, v. C. TEDESCHI, *La direttiva shareholder rights II e il nuovo ruolo degli investitori istituzionali nelle società per azioni quotate: dall'attivismo all'engagement nella prospettiva di efficienza e di continuità dell'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 559 ss.

mini in cui si è appena detto *infra*) nella particolare prospettiva del perseguimento di politiche di gestione orientate alla sostenibilità dell'impresa⁵.

La peculiare prospettiva di indagine prescelta pare potersi giustificare in base ad un duplice ordine di considerazioni. Da un lato, si fa fatica ad ignorare il dato di fatto rappresentato dalla crescita sorprendente di investitori istituzionali verificatasi nell'azionariato delle società quotate italiane negli ultimi anni⁶. Dall'altro lato, occorre altresì dare atto di un recente *trend* che pare delinearsi in maniera sempre più marcata: l'attenzione che i giganti del risparmio gestito stanno mostrando verso l'adozione di scelte di investimento sostenibili⁷.

Lo studio degli investitori istituzionali passivi sta riscuotendo, com'è noto, una vasta risonanza nella letteratura statunitense: il presente lavoro mira ad esaminare il tema in una prospettiva (prevalentemente) domestica. Sembra, infatti, indubbio che tale fenomeno presenti talune zone d'ombra che appaiano meritevoli di essere

⁵ Tra i lavori che si sono occupati dell'argomento si segnalano, nella letteratura statunitense, L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *The Journal of Economic Perspective*, 2017, 89 ss.; J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, in 168 *University of Pennsylvania Law Review*, 2020, 37 ss. e L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019, 727 ss.; J. FICHTNER, E. M. HEEMSKERK, JAVIER, G. BERNARDO, *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, in 19 *Bus. & Pol.*, 2017, 298. Con riferimento alla dottrina italiana, v. G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss. In particolare, per una compiuta disamina del ruolo degli investitori istituzionali passivi ai fini dell'integrazione dei fattori ESG nella governance delle società partecipate, si rinvia all'analisi svolta da D.H. WEBBER, M. BARZUZA, Q. CURTIS, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in 93 *Southern California Law Review*, 2020, 1243 ss.

⁶ In proposito, v. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Empowering Institutional Investors in concentrated ownership corporate context: the case of Italy*, in 17 *South Carolina Journal of International Law and Business*, 2020, 8 ss. V. anche R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss.; e F. BERTOLINO, *Fondi esteri in crescita a Piazza Affari*, in *Milano Finanza*, 17 agosto 2019.

⁷ Con riferimento alla lettera che Larry Fink ha indirizzato ai CEO delle società oggetto di investimento nel 2020, può notarsi come BlackRock abbia a più riprese ribadito di prendere in considerazione il rischio ESG con lo stesso rigore con cui gestisce il rischio di credito e quello di liquidità. Più precisamente, l'attenzione ai fattori ESG sembrerebbe avuto una puntuale ricaduta sulla configurazione, da parte di BlackRock, di una gamma sempre più ampia di prodotti finanziari che integrano i fattori ESG: basti pensare alla creazione di versioni "sostenibili" di fondi indicizzati e di ETF (L. FINK, *A fundamental reshaping of finance*, 2020, reperibile all'indirizzo <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>: «we will use these disclosures and our engagements to ascertain whether companies are properly managing and overseeing these risks within their business and adequately planning for the future» ([...] «awareness is rapidly changing, and I believe we are on the edge of a fundamental reshaping of finance»). Per alcuni rilievi critici in proposito, v. le considerazioni di G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

meglio esplorate alla luce delle peculiarità della *governance* delle società quotate italiane.

Peraltro, vale la pena sottolineare come, a seguito delle modifiche intervenute nel quadro normativo europeo (di cui meglio si dirà nel prosieguo), agli investitori istituzionali sembra esser stato attribuito un ruolo “sociale” – cioè funzionale alla tutela di interessi terzi – che poco ha a che vedere con quello che tipicamente vale a connotare la figura tradizionale dell’azionista di una società per azioni quotata: basti pensare al dovere di monitorare e interagire con il consiglio di amministrazione e con gli altri portatori di interessi su questioni rilevanti tra cui la strategia e l’impatto sociale e ambientale dell’attività dell’impresa⁸.

Nello scenario delineato, sembra ragionevole domandarsi se gli investitori istituzionali (e, in particolare quelli che adottano strategie di investimento passive) abbiano un “effettivo” interesse ad intraprendere iniziative finalizzate a promuovere l’adozione, da parte delle società quotate nelle quali i primi figurano quali azionisti, di politiche di gestione orientate alla sostenibilità dell’impresa⁹. A maggior ragione se si considera che, non di rado, dette iniziative presuppongono la sopportazione di costi non indifferenti, i benefici delle quali sono destinati ad incidere non solo sugli investitori istituzionali che se ne fanno carico, bensì sulla collettività in generale.

⁸ Al riguardo, v. A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori nella governance della società*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, Bologna, Zanichelli, 2020, 1806 ss.; A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *AGE*, 2019, 517 ss. e, in particolare, A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 381, la quale non sembra accogliere con favore la possibile attribuzione di un ruolo c.d. sociale agli investitori istituzionali («individuare un ruolo sociale in capo ai soci – investitori istituzionali suscita [...] alcune perplessità» in quanto «il socio agisce nel proprio interesse ed è pienamente legittima [...] una sua apatia», nonché perché tale ruolo si porrebbe in contrasto «con quanto pacificamente affermato in relazione agli stessi investitori istituzionali, con riferimento ai quali si è sempre sostenuto che essi debbano agire nel solo interesse dei loro clienti»). In argomento, cfr. E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 569 ss.

⁹ Per una compiuta disamina del ruolo che gli investitori istituzionali possono avere nel dibattito sul ruolo attuale (e, in particolare, sul *purpose*) delle grandi *corporations*, si rinvia a G. STRAMPELLI, (nt. 7), 54 (ove ulteriori riferimenti), il quale osserva come: «impegni da parte dei soli *managers* non appaiano sufficienti in quanto una effettiva inversione di rotta e l’applicazione dei principi indicati nello *statement* (e in altre iniziative analoghe) non possono prescindere da una convergenza degli interessi anche dei soci e, in particolare, dei soci rilevanti delle grandi *corporations* (...) in un contesto (ormai comune a tutti i mercati finanziari principali) in cui la proprietà delle società quotate presenta un sempre maggiore grado di concentrazione a causa della inarrestabile crescita degli investitori istituzionali, questi ultimi devono giocare un ruolo decisivo per determinare una svolta verso la *corporate sustainability*».

2. Considerazioni introduttive sul ruolo degli investitori istituzionali come azionisti delle società quotate nel quadro normativo delineato dalla Shareholders Rights Directive II.

Gli investitori istituzionali ricoprono un ruolo importante nelle società quotate nei mercati regolamentati, posto che non di rado gli stessi sono titolari di partecipazioni di significativa entità (ancorché di minoranza) e cercano di raggiungere per lo più obiettivi di carattere finanziario¹⁰. Anche per tale ragione è stato a più riprese auspicato, nel contesto di diversi ordinamenti, un maggiore coinvolgimento dell'azionista istituzionale nelle dinamiche assembleari e, parimenti, si è cercato di incoraggiare l'adozione di strumenti che possano promuovere in maniera efficace tale partecipazione (c.d. “*shareholder empowerment*”)¹¹.

Il tema in esame pare di indubbia attualità, posto che da qualche anno ormai rappresenta una fra le priorità nell'agenda politica del legislatore comunitario in materia societaria¹²: ci si riferisce, in particolare, alla direttiva (UE) 2017/828 (c.d. *Shareholders Rights Directive II* o “SHRD II”). Da un lato, l'intento del le-

¹⁰ Per una ricognizione della presenza degli investitori istituzionali nel mercato azionario quotato italiano v. il *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane 2021*. Sul ruolo degli investitori istituzionali nelle società quotate in Italia v. D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 476 ss. Con particolare riferimento all'influenza che gli investitori istituzionali possono esercitare nella *governance* delle società quotate, v. C. TEDESCHI, “*Potere di orientamento*” dei soci nelle società per azioni, Milano, Giuffrè, 2005.

¹¹ Nella letteratura statunitense sull'argomento, si segnalano L.A. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, in 118 *Harvard Law Review*, 2005, 118; L.A. BEBCHUK, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in 113 *Columbia Law Review*, 2013, 1637; THOMPSON, *The power of shareholders in the United States*, in *Research handbook on Shareholder Power*, ed. by J.G. HILL, R.S. THOMAS, Cheltenham-Northampton, Elgar, 2015, 441 ss.; nonché, per una posizione critica, S. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in 119 *Harvard Law Review*, 2006, 1735 ss.

¹² Nel corso degli ultimi anni, gli interventi riscontrabili a livello comunitario in materia di sostenibilità sembrano potersi ricondurre a tre diverse macro-aree: ci si riferisce, in primo luogo, ai meccanismi di *governance* tesi a regolare il rapporto intercorrente tra amministratori e azionisti (più precisamente, gli investitori istituzionali), che rappresentano la componente più rilevante dell'azionariato delle società quotate). Ciò sul presupposto che l'attivismo o, a voler esser più precisi, l'attività di *stewardship* di questi ultimi potrebbe indurre le società partecipate ad adottare strategie imprenditoriali orientate ad una maggior tutela degli interessi sociali e ambientali. In secondo luogo, l'attenzione del legislatore europeo si è concentrata sui doveri fiduciari dell'organo amministrativo aventi ad oggetto la considerazione del “rischio di sostenibilità”. In terzo luogo, non può farsi a meno di richiamare la disciplina dell'informazione c.d. non finanziaria, la quale costituisce una componente essenziale della *disclosure* delle società quotate dal punto di vista dei soci e degli investitori interessati a conoscere il valore generato dalle società oggetto di investimento. Per ragioni di opportunità, ci si soffermerà in particolar modo sul primo fra i tre filoni poc'anzi individuati, stante la maggiore vicinanza al *focus* del presente lavoro.

gislatore europeo appare commendevole, in quanto connotato da una preferenza verso l'adozione di strategie di investimento di lungo periodo che siano suscettibili di perseguire uno sviluppo sostenibile dell'impresa, in luogo di forme di attivismo meramente orientate alla creazione di valore nel breve termine. Dall'altro lato, tuttavia, è da osservare che il legislatore comunitario parrebbe non aver preso in adeguata considerazione alcune problematiche connesse al peculiare ruolo che gli azionisti-investitori istituzionali sono chiamati a ricoprire nelle società quotate. In particolare, l'approccio seguito dal legislatore sembra fondarsi su un dato che, a ben vedere, appare tutt'altro che scontato; ossia che gli investitori istituzionali (nella loro qualità di azionisti di società quotate) siano portatori di istanze imprenditoriali e, parimenti, interessati a divenire soci più stabili¹³.

Per meglio comprendere quanto si viene dicendo, basterà soffermarsi, seppur brevemente, su alcune caratteristiche e logiche di funzionamento degli investitori istituzionali. Tali soggetti non gestiscono le partecipazioni acquistate nel loro interesse (per così dire "individuale"), ma operano piuttosto nell'interesse di coloro i quali hanno reso disponibile il denaro che costituisce oggetto dell'investimento. Sotto quest'angolo visuale, si può meglio comprendere la differenza – riscontrabile sul piano sostanziale – rispetto ad altre tipologie di azionisti come, ad esempio, un imprenditore ovvero un investitore *retail*¹⁴.

¹³ Si noti, in particolare, il considerando numero 15 della direttiva, nella parte in cui dispone che: «gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la loro strategia e i loro risultati a lungo termine. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori». In proposito, v. L. BENEDETTI, *L'engagement soci/amministratori e la governance della s.p.a.: considerazioni sistematiche*, in *Riv. soc.*, 2022, 1087, il quale osserva come: «una delle cause principali della crisi finanziaria globale del 2007-2008 è stata infatti individuata nell'assenza di controllo da parte dei soci sulle decisioni con cui i gestori hanno assunto rischi eccessivi. Da qui si è tratta la convinzione della necessità di introdurre in una prospettiva di lungo periodo nella conduzione delle società di grandi dimensioni da realizzare, sul piano delle regole di governance, per mezzo di un maggior coinvolgimento dei soci, oggi prevalentemente intermediari professionali. Tant'è che, nel tradurre in diritto positivo tale prospettiva, la direttiva (UE) 2017/828 afferma che «effective and sustainable shareholder engagement is one of the cornerstones of the corporate governance model of listed companies» e che il coinvolgimento dei soci nella governance costituisce una leva per sviluppare «the financial and non-financial performance» delle società.

¹⁴ Al riguardo, v. *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. VENTURIZO, Torino, Giappichelli, 2023, 185 ss., secondo il quale la posizione degli investitori istituzionali (da intendersi come portatori di interessi collettivi altrui) sembrerebbe rivelare alcune affinità con quella degli amministratori di società, i quali operano nell'interesse esclusivo dei soci. Com'è noto, infatti, negli emittenti quotati vi è un duplice piano di rapporti c.d. di "agenzia" (*agency*): gli ammi-

Peraltro, la stessa scelta legislativa di prevedere la disciplina relativa all'impegno degli investitori professionali in un atto normativo dedicato ai diritti degli azionisti non sembra convincere a pieno. Ciò in quanto l'esercizio del voto relativo alle azioni in portafoglio da parte di un determinato investitore istituzionale non rientra tanto nello schema dell'esercizio di un diritto, ma sembra piuttosto assumere la connotazione di un dovere: questi ultimi, in linea con quanto è stato poc'anzi rilevato, operano nell'interesse della loro clientela. La posizione dell'investitore istituzionale, in altre parole, si contraddistingue per il fatto di risultare funzionale alla cura di un interesse altrui (trattandosi di un obbligo che attiene al rapporto giuridico tra gestore e beneficiario dell'investimento e non, di contro, alla partecipazione sociale), e il cui adempimento finisce solo indirettamente con il generare effetti positivi per la società partecipata¹⁵.

Ciò osservato, vi sarebbe, invero, da chiedersi se, ed eventualmente fino a che punto, simili considerazioni in merito alla struttura e alle logiche di funzionamento degli investitori istituzionali possano conciliarsi con il ruolo che i medesimi dovrebbero avere (quanto meno nel disegno di riforma prospettato dal legislatore europeo) nel (ri-)orientare le scelte di investimento delle società partecipate verso il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. Se, infatti, è stato affermato che gli investitori istituzionali operano nell'interesse esclusivo dei loro clienti, allora è evidente come sia il cliente (ed esso soltanto) che sceglie, alla luce delle proprie preferenze, se includere o meno nei propri piani di risparmio eventuali investimenti che possano avere riguardo ai fattori *Environmental, Social, Governance* ("ESG")¹⁶.

nistratori della società sono *agents* (in senso a-tecnico, "fiduciari") che operano nell'interesse dei loro soci-*principals*; tali ultimi, se investitori istituzionali, sono a loro volta *agents* ("fiduciari") dei loro clienti-*principals*.

¹⁵ In questi termini, M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1357 ss. In proposito, cfr. A. DACCÒ, (nt. 8), 1798-1799 in merito alla possibilità di configurare in capo agli investitori istituzionali dei doveri fiduciari nei confronti della società o degli altri soci («il principale problema nel caso di specie consiste nel fatto che non sembrano sussistere i presupposti alla base, come si è visto, di una relazione fiduciaria. In altre parole, non sembra ravvisabile una delega di poteri tra investitore istituzionale e soggetti terzi (altri soci/società/*stakeholders*/mercato). Il socio investitore istituzionale (...) agisce per conto proprio (ovvero per conto dei propri clienti beneficiari) e, soprattutto, non esercita un potere discrezionale sulle risorse di altri. È così difficile poter estendere i doveri fiduciari che l'investitore istituzionale ha nei confronti dei suoi diretti beneficiari a soggetti terzi. Il problema deriva dal fatto che, per considerare un soggetto beneficiario, è necessario (...) che quest'ultimo abbia affidato i propri beni ed interessi ad un altro»).

¹⁶ Al riguardo, può richiamarsi quanto è stato precisato dal CEO di *BlackRock* Larry Fink nella lettera annuale del 15 marzo 2023 destinate ai CEO delle società oggetto di investimento: «as minority shareholders, it's not our place to be telling companies what to do. My letters to CEOs are written with a single goal: to ensure companies are going to generate durable, long-term investment returns for our clients». Per una compiuta analisi del contenuto della lettera si rinvia all'analisi compiuta da S.P. ROSSI, *La lettera annuale di Larry Fink del 15 marzo 2023: sostenibilità e scelta del*

3. Alcune riflessioni sulle implicazioni derivanti dall'adozione di strategie di investimento passive nella governance delle società quotate.

Veniamo adesso a soffermarci più compiutamente sulle caratteristiche che valgono a contraddistinguere la categoria degli investitori istituzionali che adottano strategie di investimento passive¹⁷. Come già si è avuto modo di chiarire, gli investitori passivi (es. i fondi comuni indicizzati tra cui gli ETF), a differenza degli investitori attivi e speculativi (es. gli *hedge funds*), non possono esercitare alcuna discrezionalità in ordine all'acquisto ovvero alla vendita delle azioni possedute al fine di cogliere eventuali opportunità di investimento favorevoli, dal momento

cliente, in *Riv. soc.*, 2023, 264 ss., la quale osserva come: «Larry Fink sembra voler rispondere – dichiarando l'irresponsabilità del gestore tanto rispetto al programma di integrazione dei fattori ESG nei processi di investimento, quanto alle pressioni da esercitare nei confronti delle società partecipate – alle critiche di alcuni politici conservatori nordamericani, che hanno accusato *BlackRock* di boicottare l'industria del combustibile fossile nonché di anteporre preoccupazioni di natura sociale al proprio dovere fiduciario di massimizzare i rendimenti per i propri clienti. Lo scorso agosto i procuratori generali di diciannove Stati nordamericani hanno indirizzato una lettera a Larry Fink manifestando le loro preoccupazioni circa le modalità con le quali *BlackRock* stava gestendo i fondi pensionistici statali. Essi hanno accusato il gestore di non essere adempiente al proprio *duty of loyalty* che, per la maggior parte delle leggi federali che hanno ad oggetto i fondi pensione statali, richiede al gestore di agire nel solo interesse dei beneficiari».

¹⁷ Il settore del c.d. “*passive investing*”, come noto, è dominato da *BlackRock*, *State Street Global Advisors* e *Vanguard*; tre colossi del risparmio gestito comunemente noti in letteratura con l'appellativo di *Big Three* in ragione delle loro gigantesche dimensioni. Nella letteratura statunitense alcuni autori hanno affermato che l'attuale presenza di tali soggetti nel mercato finanziario induce a ritenere che la stessa manterrà un *trend* di crescita positivo in futuro; il che pare aprire le porte alla possibilità che gli stessi arrivino a possedere una percentuale esorbitante di partecipazioni che conferiscono diritti di voto nelle società quotate del mercato finanziario statunitense. In particolare, v. J.C. COATES, *The Problem of Twelve: When a Few Financial Institutions Control Everything*, *Columbia Global Reports*, 2023, 41 ss., il quale osserva che: «the Big Three – Vanguard, State Street, and BlackRock – now control more than 20 percent of the votes of the S&P 500 – a much greater share of US public companies than any single investors have ever previously held. And their stakes continue to rise. In 2017, Vanguard owned 7 percent of IMB, and each of BlackRock and State Street owned 6 percent, adding up to 19 percent. By the end of 2018, the Big Three owned 21 percent. The same three fund complexes controlled more than 20 percent of ConocoPhillips. As noted above, Fidelity is now also predominantly an index fund advisor – and, when added to Vanguard, BlackRock, and State Street in a Big Four, the ownership level rises to 25 percent of the S&P 500 in 2022». In argomento, v. L.A. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 5), 727-728, i quali constatano come negli Stati Uniti, nell'arco temporale ricompreso tra il 2009 e il 2018, l'importo complessivo degli investimenti netti del risparmio in fondi indicizzati ammonti a circa 3.500 miliardi. Più in dettaglio, tale risultato sorprendente sembrerebbe potersi giustificare alla luce di una combinazione di fattori, tra cui una maggiore efficienza sotto il profilo dei costi e, parimenti, dei ritorni attesi, nonché un regime fiscale più favorevole cfr. B. BRAUN, *From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism*, in *21 New Political Economy*, 2016, 266. Con particolare riferimento all'espansione del fenomeno nel contesto europeo, v. G. STRAMPELLI, (nt. 5), 811-813, ove ulteriori riferimenti in nota.

che le loro scelte di investimento sono esclusivamente dettate dalla composizione dell'indice assunto come *benchmark* in relazione al portafoglio gestito. Ne consegue che questi ultimi, per aumentare il valore del portafoglio, non possono incrementare il peso delle società ritenute maggiormente redditizie, ma devono necessariamente operare in ottica di riduzione del rischio sistematico di portafoglio. A tale riguardo, è interessante notare come il monitoraggio delle esternalità generate dalle società partecipate assuma un'importanza strategica ai fini dell'attuazione di politiche di *engagement*¹⁸, posto che consente al gestore del portafoglio di ottenere una qualche visibilità sulle ripercussioni negative che dette esternalità possono avere non tanto sulla *performance* finanziaria della singola società che le ha generate quanto piuttosto sull'attività e sui risultati di altre società che pure fanno parte del portafoglio medesimo. Simili considerazioni inducono a ritenere che gli investitori istituzionali passivi – tanto nella loro qualità di soci, quanto in quella di potenziali investitori – potrebbero rivelarsi i destinatari elettivi dell'informazione non finanziaria prevista dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive*¹⁹. La produzione, da parte delle società partecipate, di *report* di sostenibilità affidabili e comparabili assolverebbe ad una duplice finalità: per un verso, agevolare i gestori di fondi passivi (e, in particolare, quelli orientati ai fattori ESG ovvero basati su strategie che perseguono obiettivi di impatto sociale o ambientale) in ordine allo svolgimento di un adeguato monitoraggio dei possibili impatti derivanti dalle esternalità poc'anzi richiamate. Per altro verso, la produzione di tali *report* potrebbe rivelarsi un valido presidio a garanzia del corretto adempimento, da parte degli investitori passivi, dei rispettivi obblighi di *disclosure* previsti dal regolamento (UE) 2019/2088²⁰.

Le considerazioni di carattere generale finora svolte inducono ad interrogarsi in merito alla sussistenza di una relazione diretta tra la lunghezza dell'orizzonte dell'investimento e la propensione di un azionista istituzionale ad interessarsi di tematiche che, pur non riguardando aspetti strettamente finanziari (come l'utile di periodo), concorrano parimenti al risultato di una sana gestione sociale. Se si ritiene di rispondere al predetto interrogativo in senso affermativo, allora è gioco-

¹⁸ Per chiarezza, con il termine *engagement* ci si riferisce tanto a forme di dialogo tra gli azionisti istituzionali e il *management* delle società partecipate quanto all'esercizio da parte dei predetti azionisti istituzionali dei loro diritti di *voice* nell'assemblea delle società medesime. A seconda poi della diversa incidenza degli interventi da effettuarsi nell'ambito delle prassi di *engagement* si può operare una distinzione tra *soft engagement* (ad esempio, gli scambi di corrispondenza ovvero le *conference call*) e *hard engagement* (ad esempio, intervento in assemblea ovvero la presentazione di mozioni che risultino finalizzate all'integrazione dell'ordine del giorno in assemblea).

¹⁹ Ci si riferisce alla direttiva (UE) 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità, modificativa della direttiva 2013/34/UE, concernente l'obbligo di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario per imprese di grandi dimensioni.

²⁰ In argomento, si rinvia all'analisi compiuta da G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 149 ss.

forza concludere nel senso che gli investitori istituzionali passivi, in ragione delle peculiarità che valgono a contraddistinguerli sotto il profilo dell'orizzonte e della strategia di investimento di lungo periodo²¹, siano soggetti particolarmente adatti a promuovere il perseguimento di politiche di sostenibilità nelle società oggetto di investimento²².

Ciò osservato, sembra utile procedere alla disamina di alcuni fra gli strumenti di cui gli investitori passivi si avvalgono per influenzare le scelte delle società quotate in relazione alle tematiche ESG. Al riguardo, occorre soffermarsi anzitutto sulle *corporate guidelines* adottate da numerosi investitori istituzionali (e, in particolare, da quelli di maggiori dimensioni), le quali esprimono le preferenze dei medesimi relativamente agli assetti di *governance* e, più in generale, alle strategie perseguite dalle società partecipate in ambito sociale e ambientale²³. Tali *guidelines* sembrerebbero essere uno strumento particolarmente utile nella prospettiva degli investitori istituzionali (e, più precisamente, per i gestori di fondi

²¹ Nel riferirsi a tale circostanza, alcuni autori avrebbero osservato come i gestori di fondi passivi siano «*permanent shareholders*» proprio per enfatizzare come gli stessi siano sostanzialmente sprovvisti della facoltà di *exit* dall'investimento in essere. In tal senso, si esprimono J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, (nt. 5), 17 ss. e F.W. McNABB III, *Getting to Know You: The Case for Significant Shareholder Engagement*, in *Harvard Business Law blog*, 2015. Sul punto, cfr. L. ENRIQUES, A. ROMANO, *Institutional Investor Voting Behaviour: A Network Theory Perspective* (April 2018). ECGI - Law Working Paper No. 393/2018, 34, nt. 147, reperibile all'indirizzo <https://www.ecgi.global/publications/working-papers/institutional-investor-voting-behavior-a-network-theory-perspective>, a detta dei quali: «passive funds are by definition quasi-permanent shareholders»; M. BECHT, J. FRANKS, H.F. WAGNER, *Corporate Governance Through Exit and Voice* (November 2019). ECGI - Finance Working Paper N. 633/2019, reperibile all'indirizzo https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalbechtfrankswagner_0.pdf; e A.R. ADMATI, P. PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 *The Review of Financial Studies*, 2009, 2645-2685. Conseguentemente, gli unici strumenti che i gestori di fondi passivi hanno a loro disposizione per generare pressione sul *management* delle società partecipate ai fini dell'adozione di determinate politiche di gestione sono l'esercizio del diritto di voto e l'*engagement*. Per una ricostruzione del dibattito che ha animato la letteratura statunitense sull'opportunità e sulle modalità di voto dei fondi indicizzati v., tra gli altri, D.S. LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, in 43 *J. Corporation L.*, 2018, 493; E. ROCK, M. KAHAN, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, in 100 *B.U. Rev.* 1771, 2020; J.E. FISCH, *Mutual Fund Stewardship and the Empty Voting Problem*, in 16 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 2021, 71; J.E. FISCH, «*The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds*», 2020. *All Faculty Scholarship*. 2139 reperibile all'indirizzo https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2139.

²² T. BARKO, M. CREMERS, L. RENNEBOG, *Shareholder Engagement on Environmental, Social and Governance Performance* (Finance Working Paper N° 509/2017), 2017.

²³ Con particolare riferimento alle *voting guidelines*, quale strumento di «*soft moral suasion*» sovente utilizzato dagli investitori istituzionali per fornire alle società partecipate indicazioni preventive circa il proprio orientamento di voto, v. V.M. GATTI, G. STRAMPELLI, M. TONELLO, *How Does Board-Shareholder Engagement Really Work? Evidence from a Survey of Corporate Officers and from Disclosure Data*, in *Board-Shareholder Dialogue. Best Practices, Legal Constraints and Policy Options*, ed. by L. ENRIQUES, G. STRAMPELLI, Cambridge University Press, 2024, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4256925>, 6 ss.

passivi) per le seguenti ragioni. Anzitutto perché la portata generale delle *guidelines* (tanto degli obiettivi quanto dei destinatari cui le stesse si riferiscono) consente all'investitore istituzionale di assolvere gli obblighi di trasparenza nei confronti della clientela previsti dalla legge con un approccio uniforme, cioè genericamente riferito a tutte le società comprese nel portafoglio. A ben vedere, un siffatto approccio risulta particolarmente vantaggioso anche sotto il profilo del contenimento dei costi di monitoraggio. In questo modo, infatti, la sopportazione dei costi connessi con un'analisi *company specific* viene circoscritta a quelle sole ipotesi in cui ciò si renda indispensabile (o anche solo opportuno) alla luce delle possibili criticità di una determinata operazione od anche soltanto per far fronte a società partecipate che presentano peculiarità che non potrebbero essere altrimenti gestite con un approccio generalizzato²⁴. Peraltro, la soluzione prospettata sembrerebbe particolarmente coerente con la struttura dei gestori di fondi passivi di maggiori dimensioni la cui elevata diversificazione degli investimenti gestiti rende, di fatto, impraticabile l'esercizio della funzione di monitoraggio a livello di ciascuna società ricompresa nel portafoglio, posto che ciò richiederebbe la sopportazione di costi spropositati, tra le altre cose in termini di un'adeguata allocazione delle risorse da impiegare nei team a ciò dedicati ("*stewardship teams*")²⁵. Ed infatti, la rilevante entità delle partecipazioni detenute dai gestori di fondi passivi consente loro di influenzare la condotta delle società partecipate attraverso le *corporate guidelines*, le quali enucleano le preferenze dei primi circa il perseguimento di obiettivi sostenibili da parte delle seconde, nell'implicito presupposto che la scarsa considerazione di queste ultime potrebbe giustificare una reazione da parte dell'investitore attraverso l'espressione di un voto contrario, l'avvio di iniziative di *engagement* o, peggio ancora, l'appoggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti.

²⁴ In argomento, si rinvia a G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1119 ss., il quale osserva come «l'adozione di *corporate guidelines* consente di limitare il sostenimento di tali oneri anche in altro modo. Considerato il peso che i principali investitori hanno nell'azionariato di molte società quotate, l'esplicitazione delle loro preferenze mediante le *guidelines* permette di esercitare un certo grado di influenza sulle società partecipate. Il fatto che tali investitori indichino che, tendenzialmente, voteranno contro determinate proposte e il conseguente rischio che queste non siano approvate – considerata anche l'eventualità che pure altri soci si allineino alle preferenze manifestate nelle *guidelines* dei principali investitori istituzionali – può, infatti, indurre gli amministratori ad adeguare le proposte alle indicazioni contenute nelle *guidelines* ovvero a non sottoporre al voto proposte che, con elevata probabilità, potrebbero essere respinte».

²⁵ In tal senso, v. G. STRAMPELLI, (nt. 5), 820 ss.; S.J. GRIFFITH, D.S. LUND, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, in 99 *Boston University Law Review*, 2019, 1151 ss.; e D.S. LUND, (nt. 21), 101 ss., i quali rilevano come, di frequente, gli *stewardship teams* istituiti presso i gestori di fondi passivi di maggiori dimensioni si compongano di un numero di risorse alquanto esiguo e, come tale, inadeguato a svolgere un efficace monitoraggio delle società ricomprese nel portafoglio gestito.

Un ulteriore strumento suscettibile di promuovere l'integrazione delle tematiche concernenti la sostenibilità nelle strategie di investimento delle società quotate potrebbe essere ravvisato nelle c.d. *index exclusion policies*. Si tratta di linee guida che vengono elaborate dagli *index providers* (ad esempio, *MSCI*, *S&P Dow Jones* e *FTSE Russell*) allo scopo di definire i casi di esclusione dagli indici di riferimento delle società in portafogli²⁶. Dal momento che l'eventuale esclusione di una società da un determinato indice ha come conseguenza la vendita del titolo da parte dei gestori di fondi passivi che replicano l'indice medesimo, può notarsi come le decisioni di investimento o disinvestimento, seppur formalmente adottate dal gestore, vengano nella sostanza a dipendere dalla decisione assunta dal relativo *index provider*. Nella prospettiva adottata, non si fa fatica a comprendere come la minaccia dell'esclusione da parte degli *index providers* potrebbe costituire un efficace deterrente per meglio orientare le scelte delle società quotate verso il perseguimento di obiettivi sostenibili²⁷. Inoltre, sembra ragionevole ipotizzare che l'introduzione di *standard* di condotta e parametri ESG predefiniti e oggettivamente misurabili – al ri-

²⁶ In argomento, cfr. G. STRAMPELLI, (nt. 7), 67 (ove ulteriori riferimenti in nota), il quale sembra esprimersi in termini dubitativi in ordine alla possibilità che gli *index providers* siano effettivamente intenzionati ad esercitare il ruolo di *gatekeeper* che gli stessi potrebbero svolgere facendo leva sulla capacità di influenza derivante dall'esclusione della società dall'indice. Più in dettaglio, tra le argomentazioni a sostegno di quanto appena detto, l'autore richiama quanto accaduto nel mercato statunitense in relazione alle società che presentano *dual class shares structures* («a seguito dell'IPO promossa dalla società Snap. Inc. che prevedeva l'offerta al pubblico di sole azioni prive del diritto di voto, alcuni investitori istituzionali hanno richiesto agli *index providers* di escludere dagli indici le società che presentano *dual class shares structures*. La risposta dei tre principali *index providers* è stata, tuttavia, tiepida e non ha condotto alla previsione di requisiti stringenti in materia ai fini dell'esclusione o della permanenza nei principali indici»).

²⁷ Per un analitico raffronto tra le *index exclusion policies* e i codici di autodisciplina si rinvia a G. STRAMPELLI, (nt. 24), 1119, il quale rileva come le prime si contraddistinguano dai secondi per un maggior grado di analiticità e, parimenti, di effettività («mentre il rispetto dei codici di autodisciplina si basa sul principio *comply or explain* – del quale è dubbia la capacità di prevenire un'applicazione meramente formale (c.d. “*box ticking*”) –, l'accoglimento delle indicazioni contenute nelle *policies* degli investitori e degli *index provider* dipende direttamente dalla capacità di influenza di tali soggetti che mediante le loro decisioni relative alle scelte di voto ed investimento (nel caso degli investitori) ovvero alla composizione degli indici (nel caso degli *index provider*) possono incidere significativamente sul valore di mercato e sulla reputazione della società. Questa conclusione non sembra sia posta in dubbio dalla circostanza che, come è stato osservato, anche l'*enforcement* dei codici di *corporate governance* si basa, essenzialmente, sull'influenza esercitata dalle forze di mercato e, dunque, anzitutto, dagli investitori istituzionali. Appare, infatti, fondato ritenere che le *policies* adottate da questi ultimi e dai gestori degli indici presentino un maggior grado di effettività in quanto sono diretta espressione di tali soggetti e prevedono immediate forme di reazione (mediante l'espressione di un voto contrario o l'esclusione delle azioni della società dall'indice) in caso di mancato adeguamento dalle medesime. Inoltre, mentre le conseguenze “di mercato” della mancata applicazione dei codici di *corporate governance* sono di carattere principalmente reputazionale, come già illustrato, il mancato rispetto delle *guidelines* può avere significative ripercussioni (soprattutto in caso di esclusione dagli indici più rilevanti) sull'andamento di mercato dei titoli della società, oltre che sulla reputazione della medesima»).

spetto dei quali condizionare l'ingresso o la permanenza in un determinato indice – possa in qualche modo apportare dei coefficienti di chiarezza al concetto di “finanza sostenibile” *lato sensu* inteso: un concetto, in vero, dai confini poco chiari e che difficilmente pare potersi ricostruire in termini unitari²⁸.

4. *Investitori istituzionali passivi e politiche di engagement: lineamenti del dibattito.*

Il dibattito sulle implicazioni che la presenza degli investitori istituzionali passivi ha sul governo delle società partecipate ruota attorno ad alcuni interrogativi di fondo²⁹. Ai fini che qui interessano, sembra utile soffermarsi su quello concernente l'eventuale presenza di adeguati incentivi a promuovere una *governance* al livello delle società partecipate che abbia altresì riguardo di tematiche concernenti la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo.

Secondo un primo orientamento³⁰, tali soggetti non avrebbero incentivi rile-

²⁸ Per un'analisi, sul piano definitorio, del concetto di “finanza sostenibile” v. M. MAUGERI, (nt. 15), 1352 ss. Con particolare riferimento ai fattori ESG, si rinvia alle considerazioni compiute da M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 33, il quale sembra ravvisare delle potenziali intrinseche contraddizioni nell'utilizzo della formula ESG («prefissare obiettivi di ESG (o investire col criterio ESG) non significa perseguire finalità necessariamente coerenti; e per di più sotto due differenti piani (...). In primo luogo, si deve notare che la formula non è quella della *governance* sociale o ambientale, ma è viceversa – come già detto – della considerazione dei profili ambientali, sociali e di *governance*. Ciò significa che la *governance* è un fattore, per così dire, equiordinato ai primi due e che ad essi si aggiunge. Ma la *governance*, per come normalmente intesa, è l'insieme delle tecniche, dei presidi e dei meccanismi volti a ovviare ai diversi problemi di agenzia (che i rapporti societari fanno inevitabilmente sorgere), riducendone i relativi costi (gli *agency costs*, appunto). In questo senso, una buona *governance*, non fa che migliorare la posizione del socio, in quanto socio, ed è perciò del tutto coerente con la classica concezione contrattualista dell'interesse sociale, ossia con la concezione che riconduce l'interesse della società a quello dei soci. Per usare un'altra formula, mirare alla *governance* nella gestione e nell'investimento in una società non fa che aumentare lo *shareholder value*. Viceversa gli obiettivi relativi ai profili ambientali sociali ampliano il novero degli interessi da prendersi in considerazione da parte degli organi sociali e, quindi, presuppongono il perseguimento (anche) dello *stakeholder value*. In sintesi, la ESG attiene a tre fattori tra loro disomogenei e incoerenti dal punto di vista della concezione di interesse sociale che presuppongono. Di qui la loro contraddittorietà quantomeno sul piano concettuale. [...] In secondo luogo, anche i due fattori tra loro coerenti in punto di concezione allargata – potremmo dire multi-stakeholder – dell'interesse sociale, e cioè quelli ambientali e sociali, possono all'atto pratico entrare in collisione. Il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa. Gli esempi sono sotto gli occhi di tutti: la continuazione della gestione di un sito produttivo che inquina pone a repentaglio l'ambiente e la salute di chi vive in quella zona, ma la chiusura dell'impianto avrà effetti disastrosi sulla occupazione in quella comunità»).

²⁹ Per una ricognizione dei termini del dibattito v., tra gli altri, L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, in 119 *Columbia Law Review*, 2019 e L. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 5), 2 ss.

³⁰ Così D.S. LUND, (nt. 21), 101 ss.; V. N. GANTCHEV, *The costs of shareholder activism: Evi-*

vanti dal punto di vista economico ad intraprendere attività di *engagement* con gli amministratori delle società partecipate. Ciò in quanto tali attività comporterebbero costi significativi, che in alcuni casi rischiano di rivelarsi di gran lunga maggiori rispetto ai potenziali benefici connessi a tali iniziative³¹. Nella prospettiva qui adottata, è alquanto inverosimile che gli investitori istituzionali (soprattutto quelli di maggiori dimensioni) siano in grado di intraprendere iniziative di *engagement* che tengano in adeguata considerazione le peculiarità volta a volta riscontrabili al livello di ciascuna fra le decine di migliaia di società che sono ricomprese nel portafoglio gestito³². Peraltro, occorre tener presente che la partecipazione posseduta da un fondo passivo in una determinata società in portafoglio, per quanto possa apparire significativa se considerata in quanto tale, rimane comunque di modesta entità (sotto il profilo dei rendimenti attesi), ove la stessa venga presa in considerazione nel più ampio spettro degli investimenti che fanno complessivamente capo al gestore³³. Il ragionamento condotto finora induce a ritenere, dunque, che il potenziale guadagno che ci si può attendere dall'*engagement* finisce, di fatto, per avere un rilievo alquanto marginale sulla *performance* complessiva del gestore. Secondo quanto è stato rilevato in dottrina, vi sarebbe poi un problema di

dence from a sequential decision model, in 107 *the Journal of Fin. Econ.*, 2013, 610 ss.; e L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, (nt. 5), 90 ss.

³¹ Per una compiuta analisi dei costi connessi alle attività di *engagement* v. A. BRAV, A. MALENKO, N. MALENKO, *Corporate governance implications of the growth in indexing*, in *National Bureau of Economic Research* (December 2022). Law Working Paper N° 30718/2022, reperibile all'indirizzo <https://www.nber.org/papers/w30718>.

³² A tale riguardo, G. STRAMPELLI, (nt. 24), 1100 ss., il quale sottolinea come «i maggiori *asset managers*, e, in particolare, quelli che hanno una parte consistente delle masse amministrate investite in fondi passivi, possono, in considerazione della rilevante entità delle partecipazioni detenute, influenzare la condotta delle società partecipate anche senza attuare interventi diretti ma, semplicemente, rappresentando le proprie preferenze, nell'implicito presupposto che la mancata considerazione di queste ultime può determinare una reazione mediante l'espressione di un voto contrario, l'avvio di iniziative di *engagement* o l'appoggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti. In questa prospettiva assume centrale importanza la prassi, ormai largamente diffusa tra gli investitori istituzionali, di adottare *stewardship* e *proxy voting guidelines* (c.d. "*corporate guidelines*") – un generico riferimento alle quali è contenuto nello stesso Codice di autodisciplina – che riflettono le loro aspettative e forniscono alle società partecipate una preventiva indicazione dei criteri in base ai quali gli investitori adotteranno le loro decisioni di voto. Ad esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* adottati da *Legal&General* – il maggiore *asset manager* del Regno Unito – espressamente affermano che essi delineano «expectations with respect to topics we believe are essential for an efficient governance framework, and for building a sustainable business model».

³³ In argomento, v. L.A. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 5), 89 ss. e L. ENRIQUES, A. ROMANO, (nt. 21), 34 ss., i quali osservano come «in relative terms the cost that each institutional investor bears to set up a monitoring institution is likely to be minuscule compared to the value of its portfolio. Therefore, if cooperation (i.e. informed voting) increases the value of the portfolio assets, however marginally, the benefits derived from cooperation would most likely outweigh the costs borne by each investor to establish the monitoring institution».

free riding ad aggiungere un'ulteriore dimensione di complessità al fenomeno in esame³⁴. Si consideri lo scenario di una società che fa parte di un indice replicato da tre ETF, i quali fanno capo a tre gestori differenti. Ipotizziamo a questo punto che soltanto uno fra i predetti azionisti decida di investire ingenti somme di denaro per avviare politiche di dialogo con il consiglio di amministrazione della società partecipata che risultino finalizzate a migliorarne l'assetto di *governance*. Se da un lato non stupisce che i costi connessi all'*engagement* graveranno interamente sull'azionista che si è fatto promotore di tale iniziativa, dall'altro lato può notarsi come anche gli altri due – che pur non hanno ritenuto opportuno operare tale investimento – si avvantaggeranno (ancorché indirettamente) dei benefici che ne sono derivati, in virtù della circostanza di replicare l'andamento del medesimo indice azionario³⁵. Simili argomentazioni hanno indotto taluni autori a sostenere che sarebbe auspicabile limitare (se non addirittura escludere *tout court*) l'esercizio da parte degli azionisti istituzionali che adottano strategie di investimento passive dei loro diritti di *voice* nelle società partecipate³⁶.

Un secondo orientamento³⁷, di contro, si fa portatore dell'idea che il particolare modello di *business* che vale a contraddistinguere tale categoria di azionisti – che, come si è già avuto modo di anticipare, non hanno una facoltà di *exit* dall'investimento essendo vincolati dalla strategia di investimento impiegata a mantene-

³⁴ Così, G. STRAMPELLI, (nt.5), 805 («there is an acute free riding problem: the costs incurred by an institutional investor to engage with an investee company also benefit the other institutional investors in the same company»). Con riferimento alla letteratura statunitense, si segnalano, tra gli altri, J.E. FISCH, *Relationship Investing: Will it Happen? Will It Work?*, in 55 *Ohio St. L.J.*, 1994, 1009, 1024 ss. e E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, 13.

³⁵ A tale riguardo, v. S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2019, 36, i quali osservano come: «la circostanza che eventuali miglioramenti della governance delle società partecipate promossi mediante l'*engagement* di alcuni investitori avvantaggi indistintamente tutti i soggetti in possesso delle azioni delle stesse società favorisce altresì condotte opportunistiche. Anzitutto, gli investitori potrebbero decidere di non investire risorse nell'*engagement*, ovvero di non investire a sufficienza, potendo approfittare dei benefici delle iniziative avviate da altri investitori».

³⁶ In tal senso, D.S. LUND, (nt. 21), 101 ss.; J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma*, in *University of Pennsylvania Carey Law School, Institute for Law & Economics Research Paper No. 6*, 2023, reperibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4360428>; S.J. GRIFFITH, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, in 98 *Texas Law Review* 983, 2020, 983 ss.

³⁷ A tal proposito, v. L.A. BEBCHUCK, S. HIRST, (nt. 29), 3, i quali osservano come: «the stewardship promise of index funds arises from their large stakes and their long-term commitment to the companies in which they invest. Their large stakes provide these funds with significant potential influence, and imply that by improving the value of their portfolio companies they can help bring about significant gains for their portfolios. Furthermore, because index funds have no “exit” from their positions in portfolio companies as long as the companies remain in the index, they have a long-term perspective, and are not tempted by short-term gains at the expense of long-term value».

re in portafoglio le azioni delle società comprese nell'indice assunto come *benchmark* del portafoglio gestito – rappresenti già di per sé un incentivo ad impegnarsi in politiche di *engagement*, nell'auspicio che le stesse possano in qualche modo contribuire a migliorare la *governance* e la *performance* delle società partecipate (come, ad esempio, la qualità del consiglio di amministrazione, le politiche di conflitto di interessi e un adeguato piano di remunerazione dei dirigenti). Tale assunto pare potersi giustificare alla luce di una circostanza fattuale: l'orizzonte di lungo periodo dell'investimento. Non deve dimenticarsi, d'altronde, che i gestori di fondi passivi non possono minacciare la liquidazione dell'investimento per opporsi a possibili scelte del *management* di società partecipate che siano ritenute dai primi poco gradite. Sotto quest'angolo visuale, vi sarebbero ragioni fondate per assumere che sia maggiormente vantaggioso per tali azionisti avere un approccio collaborativo (o, se si preferisce, un'apertura al dialogo) nei confronti del *management* delle società in portafoglio, piuttosto che un approccio di segno opposto. Alla stregua di tale orientamento, dunque, gli investitori passivi avrebbero incentivi adeguati a investire risorse in attività di *engagement*. Per ritornare al tema dei costi di monitoraggio poc'anzi richiamato, sembra opportuno dare atto dell'opinione di alcuni autori, i quali sottolineano come le significative dimensioni dei principali *asset manager* e, parimenti, delle partecipazioni possedute nelle società in portafoglio, consentirebbero ai primi di godere di alcune economie di scala, con il risultato di un sostanziale abbattimento dei costi connessi con l'attuazione di politiche di *engagement*³⁸. In linea con l'analisi svolta nel paragrafo precedente, può ritenersi che l'adozione di *corporate guidelines* da parte di investitori istituzionali passivi possa rappresentare un valido espediente per mitigare l'impatto dei predetti costi di monitoraggio. Attraverso tali *guidelines*, infatti, un determinato investitore è in grado di illustrare le proprie preferenze su determinate materie (quali, ad esempio, la *corporate governance* ovvero le materie ambientali e sociali) e, anche in ragione delle significative partecipazioni detenute in portafoglio, di esercitare un certo grado di influenza sulle società oggetto di investimento senza, tuttavia, adottare un approccio "*company specific*"³⁹.

³⁸ A tale riguardo, si segnala l'analisi svolta da J.C. COATES, (nt. 17), 40, il quale rileva quanto segue: «index funds enjoy economies of scale – more so than other types of funds (...) as a result of economies of scale, index funds and exchange traded funds have increasingly exhibited growth that outstrips their nearest active fund competitors. This is true even in securities such as bonds, where none of Vanguard's index funds were among the top ten in 2000; Vanguard's index funds is now the largest bond fund in the world». In senso conf., J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, (nt. 5), 26 ss. («passive funds enjoy economies of scale which enable them to manage very large pools of assets at low cost. Because passive investors vote and engage at the fund family level they are able to aggregate the size of their substantial holdings as well as the information provided by all their investments and to spread the cost of obtaining information across their entire portfolio»).

³⁹ Sul crescente ricorso alle *guidelines* quale strumento di *stewardship*, v. le considerazioni svolte da G. STRAMPELLI, (nt. 24), 1100 ss., il quale osserva come «l'adozione delle *guidelines* risulta

Inoltre, v'è chi sostiene che la propensione degli investitori istituzionali passivi all'*engagement* sia parimenti influenzata da fattori di carattere reputazionale. A detta di alcuni autori, infatti, i principali gestori di fondi passivi indicizzati, in ragione della loro diffusa presenza nel mercato dei capitali, sarebbero «*too big to be passive*»⁴⁰. Ne consegue che la loro eventuale astensione dall'esercizio dei diritti di voto di cui dispongono, nonché la disattenzione a tematiche concernenti la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo, potrebbero avere effetti poco graditi da quella parte della clientela che, di contro, ha interesse a che tali tematiche vengano prese in considerazione, con il risultato di possibili ricadute sotto il profilo reputazionale.

Un terzo gruppo di autori⁴¹ ritiene che un ulteriore incentivo all'*engagement* per gli investitori istituzionali passivi sia rappresentato dai possibili vantaggi riscontrabili sotto il profilo concorrenziale. A tale ultimo riguardo, occorre precisare che il fenomeno concorrenziale nell'ambito del c.d. "*passive investing*" si profila lungo due direttrici: la prima (per così dire "orizzontale") coinvolge fondi passivi che replicano lo stesso indice azionario; la seconda (per così dire "verticale") coinvolge tanto fondi passivi che replicano diversi indici azionari quanto fondi attivi (si pensi ai fondi *hedge* ovvero a quelli di *private equity*)⁴². Ma quali sono le variabili che in qualche modo influenzano tali dinamiche concorrenziali? Con riferimento alla prima ipotesi, può notarsi come la competizione tra fondi passivi sia basata essenzialmente su due variabili: i costi e la qualità del c.d. "*tracking error*" (*id est* la differenza tra il rendimento realizzato dal fondo di investimento rispetto al rendimento del relativo *benchmark*)⁴³. Per quanto concerne la seconda ipotesi, occorre rilevare che gli investitori passivi competono con quel-

uno strumento particolarmente efficace a tal fine in quanto consente (con il sostenimento di costi limitati) di influenzare la condotta delle società partecipate, limitando iniziative *company-specific* ai casi in cui ricorrono particolari criticità (legate ad una determinata operazione o alle peculiarità della singola società) che non possono essere oggetto di linee guida indirizzate alla generalità delle società in portafoglio. L'utilizzo in tale prospettiva delle guidelines contribuisce altresì a spiegare il progressivo ampliamento dell'oggetto delle medesime, le quali, pur rimanendo prevalentemente focalizzate sui profili di *corporate governance*, attribuiscono crescente rilievo anche alle tematiche ambientali e sociali, considerati fattori di crescente importanza nell'ottica della gestione e del contenimento dei rischi sistematici di portafoglio».

⁴⁰ Così L. ENRIQUES, A. ROMANO, (nt. 21), 14. In senso conf., A. Z. ROBERSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, in 36 *Yale Journal on Regulation*, 2018, 795 ss.

⁴¹ Così J. COATES, G. HUBBARD, (nt. 17), 50 ss.

⁴² Per un approfondimento sul tema, si rinvia all'analisi svolta da J. E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, (nt. 5), 12 («passive funds, and more accurately the sponsors that offer these funds, compete for investor assets not only with each other but also with passive funds that track different indexes as well as active funds. Furthermore, funds compete for investor assets based not only on fees, but also on performance»).

⁴³ Su questo punto, si veda A.I. WEINBERG, *Watch an Index Fund's 'Tracking Error,'* in *Wall St. J.*, 2012.

li attivi anche sulla base della *performance* degli investimenti in portafoglio *tout court*. Il punto è che se si assume quale criterio discrezionale tra queste due classi di investitori il modello di *business* rispettivamente adottato, ci si accorge di come gli investitori istituzionali attivi e speculativi siano maggiormente avvantaggiati rispetto a quelli passivi, posto che i primi, a differenza dei secondi, possono negoziare operando con discrezione le proprie decisioni di investimento (c.d. “*stock picking*”) ⁴⁴. Secondo l’orientamento in parola ⁴⁵, dunque, l’investimento in iniziative di *engagement* sarebbe conveniente ed opportuno nella prospettiva degli investitori passivi. Ciò in base a due ordini di ragioni: tanto al fine di migliorare la *performance* e l’assetto di *governance* delle società afferenti all’indice di riferimento, quanto per neutralizzare (indirettamente) il limite strutturale poc’anzi emerso dal raffronto tra i modelli di *business* delle due tipologie di investitori in esame.

5. Engagement tra azionisti istituzionali e amministratori delle società quotate italiane: problemi e ipotesi.

Come già si è avuto modo di anticipare, uno dei principali obiettivi perseguiti dal legislatore europeo attraverso l’introduzione della SHRD II è quello di promuovere un coinvolgimento di lungo periodo più efficace da parte degli azionisti (e, con particolare riferimento alla figura dell’azionista istituzionale, una maggiore responsabilizzazione in ordine all’attività di monitoraggio delle società oggetto di investimento) ⁴⁶. Volgendo lo sguardo all’ordinamento italia-

⁴⁴ Per un’analisi delle principali tecniche e strategie di investimento adottate dagli *hedge funds*, v. M.P. GENTILI, R. M. VISCONTI, *Hedge fund: modelli di business e valutazione delle SGR speculative*, in *Banche e banchieri*, 2005, 8; e M. KAHAN, E.B. ROCK, (nt. 1), 1021 ss.

⁴⁵ J.E. FISCH, A. HAMDANI, S.D. SOLOMON, (nt. 5), 7 («active funds compete based on their ability to generate alpha through the use of their investment discretion – choosing particular securities to under- and overweight relative to their benchmark and trading those securities on the basis of firm-specific information. In the extreme case, an active manager who identifies fund-specific problems can exercise market discipline through exit. Passive investors lack that option and, as a result, they face a potential lemons problem. If active managers sell or underweight the securities of low-quality firms, and passive investors are forced to hold the entire market, they will underperform active funds even on a cost-adjusted basis. Passive investors address that problem by engaging in broad-based efforts to improve the overall performance of the market, addressing cross-cutting issues such as corporate governance, risk management, cybersecurity and sustainability»).

⁴⁶ Su questo, v. M. BIANCHI, M. MILIČ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, 1324 ss. e A. DACCÒ, (nt. 8), 372 ss., la quale si fa portatrice dell’idea che le modifiche intervenute nell’ordinamento italiano a seguito del recepimento della *Shareholder Rights Directive II* abbiano attribuito agli investitori istituzionali un ruolo «molto ampio e ben diverso da quello originariamente pensato per i soci di una società per azioni quotata: monitorare e interagire con gli amministratori e gli altri portatori di interessi su questioni rilevanti, compresi la

no, occorre notare come il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, dando attuazione alla SHRD II, abbia condotto all'introduzione dell'art. 124-*quinquies* t.u.f.⁴⁷ secondo cui gli investitori istituzionali (e i gestori di attivi) sono tenuti ad adottare e a pubblicare sul proprio sito internet una politica di impegno (*engagement policy*) che, tra le altre cose, descriva le modalità attraverso le quali questi ultimi «monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno».

Nello scenario delineato, dunque, il momento del dialogo tra gli azionisti istituzionali, da un lato, e gli amministratori delle società partecipate, dall'altro lato, sembra assumere un'importanza cruciale in ordine alla definizione di adeguate

strategia e l'impatto sociale ed ambientale ed esercitare attivamente i diritti connessi alle azioni». Per quanto concerne, inoltre, le modalità attuative di tale attività di monitoraggio, v. C. TEDESCHI, (nt. 4), 7, la quale rileva come «nei paesi in cui gli investitori istituzionali sono attivi da più anni, si è constatato che essi attuano due tipi di monitoraggio: uno diretto che consiste nell'analizzare le informazioni che provengono dalla società e in generale dal mercato, nel partecipare alle assemblee, e contribuire al loro regolare svolgimento, nel indicare taluni *shareholder proposal* e nel dialogare con i *managers*; uno indiretto che consiste, invece, nell'operare attraverso i comitati di investitori o attraverso l'appoggio degli amministratori non esecutivi».

⁴⁷ Più in dettaglio, ai sensi dell'art. 143-*sexies* del regolamento concernente la disciplina degli emittenti, adottato con delibera del 14 maggio 1999, n. 11971, tale politica di impegno deve essere pubblicata sul sito internet dell'investitore istituzionale (ovvero per il tramite di altri mezzi online o piattaforme dedicate) entro 15 giorni dalla relativa adozione, secondo modalità che ne assicurino l'agevole individuazione e, parimenti, l'accesso gratuito da parte del pubblico. L'investitore istituzionale è tenuto altresì a comunicare al pubblico le modalità di attuazione di tale politica di impegno «includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto». V'è di più. L'art. 124-*quinquies*, terzo comma, t.u.f., in applicazione del meccanismo del *comply or explain*, dispone che gli investitori istituzionali possono omettere la pubblicazione della propria politica di impegno a condizione, però, che questi ultimi forniscano al pubblico una comunicazione chiara e motivata delle ragioni a sostegno di tale scelta. A tale ultimo riguardo, v. le osservazioni compiute da M. MAUGERI, (nt. 15), 1360: «si tratta di una soluzione volta a generare una pressione "sociale" sull'intermediario il quale, esposto al giudizio del mercato e al confronto con gli investitori istituzionali concorrenti, difficilmente opererà per una integrale rinuncia a qualsiasi politica di impegno alla luce del pregiudizio "reputazionale" che ne potrebbe derivare. L'esistenza di un obbligo di motivazione delle scelte effettuate serve, inoltre, a contenere il rischio di condotte opportunistiche del gestore, contribuendo a limitare la frequenza di comportamenti anomali in quanto ispirati da possibili conflitti di interessi. Vi è anzi da chiedersi se una completa "inerzia" del gestore dinanzi alla materia dell'*engagement* sia compatibile con il dato normativo, atteso che l'art. 124-*quinquies*, terzo comma, t.u.f. consente di "non adempiere ad una o più delle disposizioni" dettate in tema di politiche di impegno, ma allora evidentemente non a tutte».

procedure organizzative e gestionali dell'attività di *engagement*⁴⁸. Ma, è il caso di domandarsi, come si colloca la fattispecie del dialogo tra azionisti istituzionali e amministratori nell'ambito dei principi generali che presiedono al funzionamento del sistema di diritto societario⁴⁹? Per rispondere a tale interrogativo, va anzitutto verificata la coerenza dell'*engagement* con la ripartizione inter-organica di competenze all'interno della società per azioni e, più in dettaglio, con il principio di competenza gestoria esclusiva degli amministratori previsto dall'art. 2380-bis c.c. Tale principio, come noto, postula che la potestà decisionale concernente la sfera della gestione sociale spetta in modo esclusivo agli amministratori. Una siffatta soluzione sembra potersi giustificare con l'esigenza di implementare una direzione autonoma e neutrale dell'impresa rispetto alla pluralità di interessi, non di rado eterogenei fra loro, che risultano essere coinvolti nell'esercizio della stessa. A ben vedere, però, una deroga a tale principio può ravvisarsi nel disposto dell'art. 2364, comma primo, c.c. La norma in esame prevede, infatti, un potere di intervento dell'assemblea in materia gestoria nella forma dell'autorizzazione avente ad oggetto il compimento di atti da parte degli amministratori («l'assemblea ordinaria [...] delibera [...] sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti»). L'apertura del legislatore riscontrabile sul punto induce, orbene, ad ammettere la legittimità di forme di ingerenza meno intense (come l'*engagement*, per l'appunto) che, comportando un intervento meramente consultivo (nella forma di un parere ovvero di una raccomandazione), si contraddistinguono da quello autorizzatorio poc'anzi esaminato in quanto sono carenti di qualsiasi valenza preclusiva rispetto all'esercizio del potere gestorio. L'*engagement* si sostanzia, infatti, nello svolgimento di

⁴⁸ Tali dialoghi possono essere condotti attraverso distinte modalità (ad esempio, possono aver luogo in assemblea o fuori di essa ed essere o meno riservati) e consentono ad azionisti istituzionali e società emittenti di scambiarsi informazioni che possono rivelarsi utili in una duplice prospettiva: tanto in quella della società, la quale potrà utilizzarle per valutare quanto talune scelte concernenti la gestione sociale (già assunte o da assumere) siano apprezzate dagli azionisti istituzionali; quanto in quella degli azionisti istituzionali medesimi che potranno valorizzare tali informazioni al fine di meglio comprendere le strategie e le prospettive della società partecipata. Peraltro, va riconosciuto come la prassi del dialogo con i soci (e, in particolare, con gli investitori istituzionali) sia ormai consolidata grazie anche alle *best practice* raccomandate da diversi codici di autodisciplina e di *stewardship* che tuttavia non saranno oggetto di trattazione nel presente lavoro.

⁴⁹ In particolare, per un approfondimento di alcune delle questioni di compatibilità dell'*engagement* con le regole di *governance* v. U. TOMBARI, *Le nuove prospettive dell'"informazione societaria": il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. TOMBARI, Torino, Giappichelli, 2018, 1 ss. Sulla compatibilità dei dialoghi riservati tra investitori istituzionali e amministratori delle società partecipate con la disciplina in materia di abusi di mercato che, si precisi, non sarà oggetto di approfondimento nel presente lavoro, ci si limita a segnalare, in dottrina, G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 393 ss., ove ulteriori riferimenti in nota.

momenti di confronto e di consultazione che possono contribuire alla formazione delle decisioni gestorie da parte degli amministratori senza tuttavia attentare alla discrezionalità di questi ultimi. Alla luce delle considerazioni che precedono, dunque, è ragionevole ritenere che l'*engagement* tra azionisti istituzionali e amministratori sia coerente con le prescrizioni in materia di competenza gestoria del nostro ordinamento.

Ciò osservato, ai fini che qui interessano, resta da verificare se la diffusione di prassi di *engagement* incontri un potenziale ostacolo nel principio di parità di trattamento tra gli azionisti⁵⁰. In particolare, si tratta di chiarire entro che limiti possa aver luogo il dialogo selettivo intrattenuto dagli amministratori di un emittente con un azionista istituzionale (o con un gruppo selezionato di azionisti istituzionali) e avente ad oggetto lo scambio di informazioni "private" concernenti l'emittente medesimo, senza che ciò danneggi in qualche modo la posizione degli altri azionisti⁵¹. In proposito, possono richiamarsi due orientamenti principali, che sono brevemente riportati di seguito.

Un primo orientamento⁵² tende a negare la legittimità del dialogo selettivo tra

⁵⁰ Tale principio, si precisi, tutela il perseguimento dell'efficienza del mercato tramite l'eliminazione delle asimmetrie informative tra i partecipanti al mercato e il rafforzamento della fiducia degli investitori. Esso trova esplicita formulazione nella disciplina di diritto europeo e, in particolare, nell'art. 17 della direttiva 2004/109/CE e ora nell'art. 85 della direttiva (UE) 2017/1132; e implicito riconoscimento nel nostro ordinamento oltre che, per le sole società quotate, all'art. 92, primo comma, t.u.f.

⁵¹ Il tema del dialogo selettivo tra azionisti ed amministratori è ampiamente trattato in letteratura. Per un approfondimento in merito, v. S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, Giuffrè, 2022, 344; e C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., la quale osserva come: «l'ipotesi che, nella prassi, gli amministratori realizzino, anche in via continuativa, momenti di incontro con gli azionisti appare, a prima vista, come la più naturale e quasi ovvia manifestazione della "vicinanza" degli amministratori ad alcuni soci, la cui influenza dipende dalla titolarità di una partecipazione di controllo o dal concreto esercizio di forme di *engagement* alla vita della società da parte di azionisti, se non di controllo, comunque titolari di partecipazioni rilevanti. Ciò non toglie, tuttavia, che il controllo o l'influenza nei termini descritti non possano costituire, da soli, cause sufficienti a legittimare, in modo sistematico, la condotta degli amministratori che permettono ad una limitata frazione dell'azionariato di accedere a informazioni che, per forma, dettaglio o contenuto, non sono disponibili alla generalità degli investitori. Né la disciplina societaria, tantomeno quella dei mercati finanziari, permettono di affermare che dalla titolarità di una partecipazione di controllo derivi l'incontrovertibile ammissibilità di un canale di comunicazione preferenziale indirizzato ad uno o più azionisti in particolare». Sempre in argomento, v. anche M. MAUGERI, (nt. 15), 1357 ss., il quale osserva come il flusso informativo risulterebbe (di regola) inquadrabile nella materia del dialogo selettivo tra azionisti ed amministratori dell'emittente in presenza due presupposti: per un verso, tale flusso di informazioni è indirizzato dagli amministratori ai soci in previsione delle adunanze assembleari; per altro verso, il flusso è strumentale a consentire un esercizio del voto da parte del socio in modo consapevole e informato.

⁵² Tra gli altri, A. BARTALENA, *Art. 180 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo unico della finanza. D.Lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, Commentario* a cura di P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, Milano, Giuffrè, 1999, 2010 ss.

amministratori e soci, sul presupposto che quest'ultimo rischierebbe di porsi in contrasto con il principio di parità di trattamento tra gli azionisti nella misura in cui accordi una posizione di vantaggio informativo nei confronti di alcuni membri della compagine sociale e a discapito degli altri⁵³.

Un secondo orientamento⁵⁴, di contro, sostiene che la trasmissione di informazioni da un amministratore ad un socio sarebbe legittima nella misura in cui non pregiudichi la posizione degli altri azionisti, né il funzionamento del mercato. L'orientamento in parola può ritenersi preferibile rispetto a quello precedentemente richiamato in quanto, la flessibilità che vale a contraddistinguerlo, parrebbe invero più coerente con il modello della moderna società azionaria e, parimenti, con la mutata platea degli investitori che di quest'ultima fanno parte (la quale, come già si è avuto modo di chiarire *infra*, si compone di soggetti che, non di rado, sono portatori di interessi eterogenei e operano nel mercato dei capitali attraverso distinte modalità e strategie di investimento)⁵⁵.

Limitandoci in questa sede ad introdurre un'ipotesi di lavoro meritevole di ulteriori approfondimenti, vi sarebbe da chiedersi se all'azionista istituzionale che adotta strategie di investimento di lungo periodo (ci si riferisce, tra tutti, ai gestori di fondi passivi indicizzati, i quali, come si è già avuto modo di chiarire *infra*, sono per definizione azionisti di lungo periodo in ragione delle peculiarità che valgono a contraddistinguerne la relativa strategia di investimento) possa essere riconosciuto un particolare *status* all'interno della platea dei potenziali interlocutori del dialogo con gli amministratori, tale da accordargli una posizione di vantaggio

⁵³ Il principio di parità di trattamento trova riconoscimento sul piano normativo europeo tanto nell'art. 46 della direttiva 2012/30/UE («le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche») quanto nel primo paragrafo dell'art. 65 della direttiva 2001/34/UE («la società deve assicurare il medesimo trattamento agli azionisti che si trovano in condizioni identiche»). A livello domestico, tale disposizione è stata poi recepita nell'art. 92 t.u.f. in cui si prevede che gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine «assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni» e «garantiscono a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti».

⁵⁴ Al riguardo, A. TUCCI, *Il ruolo dei soci e i patti parasociali*, in *AGE*, 2007, 448 ss. e S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, (nt. 35), 50-51, i quali ravvisano un esempio di comunicazione selettiva legittima «nell'informativa resa dagli amministratori a favore di un singolo socio che intenda cedere la propria partecipazione sociale e consistente nella comunicazione al potenziale acquirente di una serie di notizie attinenti alla società nell'ambito di una *due diligence* richiesta: sempre che, beninteso, la comunicazione di tali informazioni realizzi un interesse della società *target* la cui sussistenza gli amministratori dovranno allora adeguatamente motivare».

⁵⁵ Sul punto, v. G. STRAMPELLI, (nt. 49), 393 ss., il quale osserva come «la pretesa di assicurare la parità di trattamento informativa di tutti gli investitori nell'attuale contesto rischia, infatti, di risolversi in una mera affermazione di principio senza alcuna reale portata e, soprattutto, di incidere negativamente sugli interessi dei soggetti che essa (in teoria) sarebbe destinata a proteggere e, segnatamente, dei piccoli investitori».

nell'accesso alle informazioni "private" delle società comprese nel portafoglio (fatta eccezione, si precisi, per le informazioni privilegiate)⁵⁶ rispetto al resto della compagine sociale. La questione non è affatto banale se si considera che nel nostro ordinamento manca un generale diritto soggettivo dell'azionista ad ottenere informazioni societarie da parte degli amministratori fuori dal contesto assembleare⁵⁷.

Ciò posto, all'interrogativo in esame sembra potersi rispondere in senso affermativo alla luce di due argomenti. Con riferimento al primo argomento, invero di carattere più generale, va tenuto presente che la SHRD II impone agli investitori istituzionali, tra l'altro, di fornire una descrizione del loro comportamento di voto e, in particolare, una spiegazione dettagliata dei «voti più significativi». In quest'ottica, dunque, ammettere dei flussi informativi a vantaggio di quest'ultimi risulta essere una soluzione in linea con l'obiettivo prefigurato dal legislatore; ossia quello di consentire una decisione adeguatamente informata e consapevole dell'azionista istituzionale in ordine alle materie oggetto del relativo diritto di voto. Veniamo adesso a soffermarci sul secondo argomento a sostegno della possibilità di riconoscere un "vantaggio informativo" degli investitori istituzionali passivi rispetto alla platea degli altri azionisti. Una siffatta soluzione sembra tanto ragionevole quanto opportuna, dal momento che risulta finalizzata a promuovere il ruolo di *gatekeeper* che i gestori di fondi passivi di maggiori dimensioni (tra cui i *Big Three*, per l'appunto) potrebbero idealmente svolgere nel mercato dei capitali:

⁵⁶ In tal senso, v. M. MAUGERI, (nt. 15), 1357 ss. e G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 695 ss. Sempre in argomento, v. anche M. VENTORUZZO, *Qualche nota sulla comunicazione selettiva verso soci di controllo alla luce delle Q&A Consob*, in *Riv. soc.*, 2021, 1391, il quale sembra adottare una posizione più conservativa in merito alla possibilità di ravvisare «ragioni che giustifichino una informazione selettiva data ad alcuni soci di minoranza, sebbene più influenti, autorevoli e organizzati di altri, che al socio di controllo o di chi eterodirige». Più in dettaglio, l'autore sostiene che nello scenario in cui avesse luogo un dialogo riservato tra un investitore istituzionale e uno o più amministratori della società partecipata sarebbe «prudente se non doveroso condividere tempestivamente con tutto il mercato, tramite un apposito comunicato stampa, quanto reso noto o emerso» nell'ambito di tale incontro.

⁵⁷ Tra le poche eccezioni ravvisabili nel nostro ordinamento possono richiamarsi, per un verso, il diritto dell'azionista ad ispezionare il libro dei soci e delle adunanze e delle deliberazioni assembleari previsto dall'art. 2422, primo comma, c.c.; e, per altro verso, quelle norme che, nella disciplina dei gruppi di società, riconoscono in capo al socio controllante un diritto ad ottenere dalla società controllata alcune rilevanti informazioni. Su quest'ultimo aspetto, v. P. ABBADESSA, *La circolazione delle informazioni all'interno del gruppo*, in *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 16-17-18 novembre 1995, I, Milano, Giuffrè, 1996, 567; F. BONELLI, *Disciplina dei flussi informativi infragruppo nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 681; 2005; U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 65 ss.; F. ANNUNZIATA, *Informazione societaria e organizzazione d'impresa*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, Egea, 2011, 6; e M. MAUGERI, *Gruppi di società e informazioni privilegiate*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 907 ss.

se da un lato è alquanto evidente come la “voce” di questi ultimi riscuota una certa rilevanza nella comunità degli investitori e, parimenti, tra i *policymakers* (basti pensare alle lettere indirizzate annualmente dai *CEOs* dei principali *asset manager* ai *CEOs* delle società oggetto di investimento, di cui si è già detto *infra*)⁵⁸; dall’altro lato è pur vero come, non di rado, le politiche di voto da questi intraprese possano assolvere una funzione di orientamento per le scelte di investimento adottate da investitori meno avveduti.

È chiaro che, la soluzione qui avanzata, non possa prescindere dall’adozione di cautele idonee ad evitare che uno scambio di informazioni tendenzialmente incontrollato possa dare adito a condotte speculative ai danni degli altri azionisti o, peggio ancora, del mercato. Un simile rischio potrebbe essere mitigato attraverso la sottoscrizione di appositi accordi di riservatezza (*non disclosure agreement*) da parte dei destinatari delle informazioni concernenti l’emittente, nonché, più in generale, attraverso la delimitazione del dialogo con gli amministratori a quelle ipotesi in cui il vantaggio informativo dell’investitore istituzionale passivo appaia, alla luce delle circostanze concrete, ragionevole o comunque funzionale allo sviluppo sostenibile dell’impresa. Ad esempio, laddove l’azionista istituzionale abbia manifestato qualche preoccupazione in ordine a taluni profili di *governance* ovvero a specifiche scelte gestionali o strategiche che risultino in evidente contrasto con l’adozione dei criteri ESG da parte dell’emittente.

Seppur nella consapevolezza che la complessità della questione in esame richieda ulteriori riflessioni e approfondimenti, il buon senso induce a ravvisare nei soli investitori istituzionali passivi i destinatari elettivi del suddetto “vantaggio informativo”. Ciò in quanto la maggiore stabilità e, parimenti, l’orizzonte di lungo periodo del relativo investimento sembrano offrire maggiori garanzie di certezza nella prospettiva di un coinvolgimento responsabile di tali soggetti nella *governance* della società partecipata. Non deve dimenticarsi, infatti, che una delle difficoltà connesse allo scambio di informazioni tra amministratori e azionisti attiene all’eventualità che una gestione per così dire “incauta” di tale fenomeno possa alimentare condotte speculative di alcuni azionisti a danno degli altri. Si pensi al caso in cui le informazioni ricavate da un determinato azionista istituzionale ai fini dell’espletamento della propria funzione di monitoraggio riguardino un *hedge fund*. Come noto, il vantaggio e la competitività degli investitori attivi speculativi consistono, di regola, nel riuscire ad ottenere informazioni che il mercato non conoscerà mai o conoscerà in un momento successivo, e quindi di operare in anticipo sul mercato in modo da ottenere il maggiore risultato possibile. Ipotizziamo

⁵⁸ Al riguardo, v. J.C. COATES, (nt. 17), 113 («when Larry Fink – CEO of the largest index fund complex, BlackRock – speaks on public policy issues, everyone listens. His annual letters are designed to, and do, generate immediate media coverage, and his view are analysed carefully by the investment community and those working for public company boards. Politicians and policymakers are affected. Politicians cannot afford to ignore important ideological shifts that are driving capital market activity»).

adesso che le informazioni ricavate dal predetto monitoraggio inducano l'investitore attivo e speculativo ad intraprendere la via dell'*exit* nell'ottica di lucrare gli eventuali profitti connessi con una tempestiva liquidazione della propria partecipazione piuttosto che impegnarsi per contribuire ad una migliore *governance* della società partecipata. Il rischio insito in un simile scenario non sembra essere parimenti sussistente (quanto meno in teoria) nella diversa ipotesi in cui il destinatario delle predette informazioni sia un investitore istituzionale passivo che, in quanto sprovvisto della facoltà di *exit* dall'investimento nella società partecipata, avrà maggiori incentivi ad interessarsi a tematiche la cui considerazione sia suscettibile di creare valore in una prospettiva di lungo termine.

Inoltre, la soluzione ipotizzata non sembrerebbe incontrare particolari ostacoli neppure nel principio di parità di trattamento tra azionisti che, nella materia che ci occupa, si ritiene debba evocare un concetto di eguaglianza relativa e non, di contro, assoluta. In parole più semplici, tale principio postula il dovere di trattare in maniera uguale situazioni uguali e, conseguentemente, di trattare diversamente situazioni non uguali. Una simile interpretazione consentirebbe di ammettere una diversità di trattamento ogni qualvolta due o più azionisti non si trovino nelle medesime condizioni (basti pensare alla figura dell'investitore istituzionale, da un lato, e a quella dell'investitore *retail*, dall'altro lato)⁵⁹.

Peraltro, già si è avuto modo di rilevare come il principio di parità di trattamento necessiti di un opportuno ripensamento alla luce della composita platea di investitori che appare riferibile al più recente modello di società per azioni quotata: investitori le cui posizioni, non di rado, risultano essere ampiamente diversificate le une dalle altre; vuoi per la diversa natura degli interessi in gioco, vuoi per il fatto di essere destinatarie di norme che impongono obblighi informativi ovvero di condotta (come nel caso degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, per l'appunto)⁶⁰.

⁵⁹ Per chiarezza, ci si riferisce alla nozione del principio di parità di trattamento in senso sostanziale, ossia all'asserito diritto degli azionisti ad essere trattati in modo analogo al ricorrere di condizioni uguali (*id est* eguaglianza tra azionisti), da non confondere con il principio di eguaglianza tra le azioni (o di parità relativa). Per un approfondimento sulla distinzione tra i due concetti, v. in dottrina G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 74 ss. e C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, 10 ss.

⁶⁰ Sul tema, v. le considerazioni compiute da M. CERA, *Gli azionisti di società quotate in Italia tra varietà di interessi e discipline*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 558 («un rapido inventario delle situazioni diversificate dei soci delle società quotate ci dice che il principio della parità o di eguaglianza degli azionisti è solo un retaggio ottocentesco e anche nelle società per azioni chiuse è largamente consentito prevedere diritti di voto non proporzionali. Al di là del “peso”, numerico e non, o della “qualità” degli azionisti, vi è ormai una tipologia legale degli stessi nelle s.p.a. quotate derivanti dalle norme, legislative e secondarie, che impongono obblighi e limiti di varia ragione. Su un piano generale, vanno ricordati gli obblighi di trasparenza informativa imposti dalle norme del t.u.i.f. (dagli artt. 114, secondo comma, e 115, commi secondo e terzo, agli artt. 120 e 122); su un piano speciale, vi sono poi obblighi derivanti dallo statuto, di settore o di categoria, dei soggetti azionisti

Ciò osservato, si può convenire sul punto che il principio di parità di trattamento rappresenti un ostacolo soltanto apparente ai dialoghi selettivi tra azionisti istituzionali e amministratori⁶¹. Se poi si considera che la disciplina in materia di *engagement* comporta l'attribuzione agli azionisti istituzionali di un dovere di monitoraggio sull'operato degli amministratori delle società partecipate, è ipotizzabile che la potenziale ridefinizione della portata di un diritto all'informazione a vantaggio dei primi possa rivelarsi un valido presidio garantistico nell'ottica di una maggiore effettività ed efficienza della disciplina in parola. In tale prospettiva, sarebbe dunque auspicabile ammettere la legittimità di flussi informativi dagli amministratori agli azionisti istituzionali passivi che non si arrestino alla condivisione dei dati strettamente necessari per ottenere una conoscenza sufficiente a esercitare il diritto di voto in assemblea sulle materie all'ordine del giorno. Se, infatti, l'intenzione del legislatore europeo è stata quella di promuovere il ruolo c.d. "sociale" – cioè funzionale alla tutela di interessi terzi – degli investitori istituzionali, allora sembra soluzione coerente consentire che i predetti flussi informativi possano avere ad oggetto anche dati riferibili alla gestione sociale e, parimenti, alla strategia imprenditoriale che gli azionisti

(quali banche, assicurazioni, investitori collettivi, fondazioni ex bancarie, e via discorrendo). Norme che, di fatto e di diritto, distinguono le posizioni degli stessi anche quali azionisti delle società quotate da loro partecipate, sempre che, beninteso, tali partecipazioni siano significative. Dunque, ormai, nelle società quotate il principio di parità di fatto è superato non solo nei diritti, ma soprattutto negli obblighi informativi e di condotta». Di simile avviso sembra anche G. STRAMPELLI, (nt. 49), 408, ad avviso del quale «appare pertanto giustificato sostenere che, anche in relazione agli scambi informativi tra l'emittente ed i suoi soci, il piccolo azionista non può essere considerato nelle medesime condizioni del socio di controllo o del socio/investitore istituzionale in possesso di una partecipazione rilevante, non sembrando perciò che sia ravvisabile in capo agli amministratori il dovere di assicurare a tutti i soci la medesima possibilità di dialogo con essi, equiparando la posizione dei soci/investitori istituzionali (e del socio di controllo) a quella degli azionisti *retail* in possesso di partecipazioni minime. Ciò, del resto, è coerente con la circostanza che – come già notato – l'organizzazione di incontri riservati con gli investitori istituzionali deve, di regola, considerarsi nell'interesse della società, sicché la deroga al principio di parità di trattamento che ne scaturisce è da ritenere legittima, nei limiti in cui non sia arbitraria ma fondata sulla oggettiva differenza delle condizioni in cui si trovano (in ragione dell'entità delle partecipazioni detenute e del "grado" di attivismo), rispettivamente, gli investitori istituzionali/soci e i piccoli investitori/soci [...] la portata del principio di parità di trattamento merita di essere riconsiderata alla luce della mutata composizione della platea degli investitori operanti nei mercati e dell'evoluzione delle modalità e delle strategie di investimento. La pretesa di assicurare la parità di trattamento informativa di tutti gli investitori nell'attuale contesto rischia, infatti, di risolversi in una mera affermazione di principio senza alcuna reale portata e, soprattutto, di incidere negativamente sugli interessi dei soggetti che essa (in teoria) sarebbe destinata a proteggere e, segnatamente, dei piccoli investitori».

⁶¹ Si precisi, quanto meno con riferimento a quelle situazioni in cui si può ritenere che tali dialoghi non ne comportino di per sé una violazione. È ben possibile che, in concreto, si verifichino situazioni in cui le comunicazioni selettive potrebbero comportare un trattamento diseguale tra azionisti e, come tale, disapprovato dal legislatore; a ben vedere, però, le predette situazioni possono dirsi sussistenti, secondo il ragionamento qui proposto, soltanto nello scenario in cui ricorrano condotte abusive da parte degli amministratori (per conto o a vantaggio degli azionisti che rappresentano).

istituzionali passivi sono suscettibili di influenzare attraverso le politiche di *engagement*⁶². Una siffatta soluzione, si noti, potrebbe rivelarsi parimenti conveniente nella prospettiva degli amministratori delle società partecipate, nella misura in cui questi ultimi riescano in qualche modo a trarre profitto dal bagaglio di informazioni, conoscenze ed *expertise* che, di regola, gli investitori istituzionali passive possiedono quale risultato dell'attività di gestione del risparmio in un ampio numero di società⁶³.

Peraltro, in linea con quanto è già stato rilevato nelle pagine precedenti, la disamina del quadro normativo in materia di *engagement* introdotto dalla SHRD II (e, a seguire, dalle disposizioni del t.u.f. che ne hanno operato il recepimento a livello domestico) ha lasciato intravedere la discutibilità della tecnica a suo tempo adottata dal legislatore che, nel riferirsi alla figura dell'azionista di una società per azioni quotata genericamente inteso, non sembra aver preso in adeguata considerazione l'eterogeneità delle posizioni afferenti a tale categoria e, correlativamente, la diversa natura degli interessi che, a seconda dei casi, possono venire in rilievo.

Per concludere, se l'obiettivo auspicato dal legislatore è (effettivamente) quello di favorire scelte di *governance* a lungo termine orientate verso l'efficienza e la continuità dell'impresa, allora il predetto approccio dev'essere corroborato da una messa a fuoco delle diverse tipologie di investitori, nell'ottica di meglio comprendere quali sono le esigenze che possono guidare il loro operato in un modo piuttosto che in un altro.

⁶² In argomento, v. L. BENEDETTI, (nt. 13), 1089, secondo il quale gli amministratori della società emittente dovrebbero essere gravati da un vero e proprio obbligo (e non, di contro, avere una mera facoltà) di fornire informazioni agli azionisti: «sebbene i principi Assonime in materia di dialoghi con gli investitori (v. in part. il n. 4) si pronuncino in senso contrario a tale approdo interpretativo, esso sembra infatti l'unico coerente con le scelte di politica legislativa compiute dal legislatore europeo nella SRD II: solo riconoscendo agli investitori istituzionali il diritto di ricevere le informazioni richieste, costoro possono effettivamente assumere quel ruolo chiave nella governance delle società partecipate che l'Unione europea intende introdurre. Viceversa, laddove privilegiando gli assunti tradizionali si continui a discorrere di mera facoltà degli amministratori di condividere con gli azionisti informazioni al di fuori dell'assemblea – rimettendo allora questo momento fondamentale del dialogo alla scelta discrezionale dei primi –, il progetto eurocomunitario di una riforma della *governance* delle società quotate per il tramite del coinvolgimento dei soci sembra destinato a rimanere lettera morta. Esito, tuttavia, non accettabile a fronte della necessità di interpretare (tutto) il diritto nazionale in modo conforme al diritto comunitario, al fine di non addivenire a un risultato contrario a quello a cui mira quest'ultimo».

⁶³ In tal senso, G. SANDRELLI, (nt. 56), 703 («ciò dimostrerebbe il senso e l'utilità di un dialogo che non è soltanto funzionale a un monitoraggio tradizionale (cioè diretto a una riduzione degli *agency costs* e quindi principalmente incentrato sulla *governance* dell'emittente), ma si apre a tematiche di *business* e di gestione».).

6. Viribus unitis: il coordinamento tra azionisti istituzionali quale possibile soluzione al problema del c.d. “short-termism”

Il ruolo degli investitori istituzionali passivi appare meritevole di essere altresì esplorato in una diversa ed ulteriore prospettiva: le possibili implicazioni per le campagne attiviste intraprese da investitori attivi speculativi (essenzialmente *hedge funds*), avendo riguardo al ruolo che i primi possono giocare in relazione al comportamento e alle strategie di investimento adottati dai secondi⁶⁴. Nella prospettiva prescelta, dunque, occorre indagare se la condotta dei gestori di fondi passivi (si precisi, da considerarsi nella loro posizione di “*long-term shareholders*”) possa in qualche modo atteggiarsi a presidio garantistico contro il problema del c.d. “*short-termism*”⁶⁵, ossia la tendenza a ricercare una remunerazione nel breve termine, trascurando di curare la redditività dell’investimento azionario in una prospettiva di lungo termine.

La questione ha senso di porsi in quanto, di frequente, i principali *asset managers* gestiscono una pluralità di fondi (c.d. “*family funds*”) le cui strategie di investimento sono caratterizzate da diversi orizzonti temporali e mirano al perseguir-

⁶⁴ Al riguardo, si può richiamare la definizione offerta da S. GILLAN, L. STARKS, *A survey of shareholders activism: motivation and empirical evidence*, in *Contemporary Finance Digest*, 2, 1999, 11 ss., a detta dei quali un azionista attivista è «an investor who tries to change the status quo through ‘voice’ without a change of control of the firm». Per quanto concerne, in generale, il fenomeno dell’attivismo, è da sottolineare come esso sia alquanto ampio e include al suo interno molteplici attività che vengono esercitate in svariati modi. In argomento, v. anche E. CROCI, *Shareholder Activism Investitori Istituzionali ed Hedge Funds*, FrancoAngeli, Milano, 2011, il quale opera una distinzione tra attivismo *high-cost* (acquisizioni di partecipazioni rilevanti) e attivismo *low-cost* (proposte in assemblea, negoziazioni private e campagne *vote-no* cioè azioni poco costose che non richiedono grossi blocchi azionari). A tale ultimo riguardo, v. M. KAHAN, E.B. ROCK, (nt. 1), 1021-1093, i quali ritengono che le forme di attivismo *low-cost* generino, rispetto all’investimento effettuato, un ritorno marginale e dunque rendimenti alquanto irrisori. Per quanto concerne, di contro, l’attivismo degli *hedge funds* che acquistano partecipazioni rilevanti nelle società *target* e spesso si impegnano in vere e proprie battaglie con il *management* della società *target*, può notarsi come lo stesso possa generare, in alcune situazioni, benefici a vantaggio di entrambi i predetti soggetti. Storicamente la prima forma di “*attivismo*” sembrerebbe aver avuto luogo negli Stati Uniti nel 1943, a seguito dell’introduzione da parte della SEC (*Securities and Exchange Commission*) di una norma (oggi inclusa nella Rule 14a-8) che consentiva agli azionisti di presentare alla società proposte da inserire nell’ordine del giorno delle assemblee. Su quest’ultimo aspetto, v. la ricostruzione compiuta da S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, (nt. 35), 11. Da ultimo, possono richiamarsi R. APPEL, T.A. GORMLEY, D.B. KEIM, *Passive investors, not passive owners*, in 121 *J. Fin. Econ.*, 2016, 113 ss., i quali avrebbero individuato diverse forme di attivismo a seconda della diversa tipologia dell’obiettivo volta a volta preso di mira dall’investitore: campagne che cercano di ottenere la rappresentanza nel consiglio di amministrazione; campagne che cercano di massimizzare il valore per gli azionisti sostenendo specifici cambiamenti di *governance*; e depositi 13D senza un esplicito intento attivista.

⁶⁵ A tale riguardo, v. A. KLEIN, E. ZUR, *Hedge fund Activism*, in *NYU Working Paper No. CLB-06-017*, 2006, 100; e M. KAHAN, E.B. ROCK, (nt. 1), 1021-1093.

mento di risultati differenti. In un simile scenario, si può supporre che il possibile coordinamento tra differenti tipologie di azionisti istituzionali potrebbe rivelarsi una soluzione di compromesso tra le istanze vantate da questi ultimi, le quali possono divergere tanto per eterogeneità di interessi quanto per una differente lunghezza dell'orizzonte di investimento⁶⁶. I gestori di fondi passivi, a ben vedere, potrebbero rivelarsi un *partner* strategico nel contesto di una campagna attivista intrapresa da un *hedge fund*, dal momento che potrebbero giocare un ruolo decisivo in ordine al successo della campagna medesima. Non di rado, infatti, gli investitori attivi speculativi sono titolari di partecipazioni che, arrestandosi intorno alla soglia del 10%, risultano chiaramente insufficienti per consentire loro un controllo (ovvero un potere di blocco) dell'assemblea della società partecipata⁶⁷.

Sotto quest'angolo visuale, non è dunque da escludersi che l'esito di una campagna attivista avviata da un *hedge fund* venga a dipendere, in maniera pressoché decisiva, dalla capacità di quest'ultimo di persuadere gli azionisti istituzionali passivi (che, si precisi, facciano parte della medesima compagine sociale) circa il buon senso dell'iniziativa intrapresa⁶⁸. Così facendo, i primi potrebbero avan-

⁶⁶ Un simile approccio, tuttavia, potrebbe sollevare il problema derivante da un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di quella cerchia ristretta di soggetti che presiedono ai vertici dei principali *asset managers* internazionali, nonché il rischio che detto potere sia esercitato in maniera tendenzialmente incontrollata. Tra gli autori che danno atto di tale problematica si segnalano, nella dottrina italiana, F. DENOZZA, *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico – Sostenibilità e corporate governance: dagli investitori agli stakeholder*, in *Riv. soc.*, 313 (ove ulteriori riferimenti in nota); e, nella dottrina statunitense, J.C. COATES, (nt. 17), 42 («we are rapidly moving into a world in which the bulk of the equity capital of large companies will be owned by a small number of institutions, for the indefinite future. Those institutions, in turn, are controlled by a small number of individuals. For any given company, the ownership rights – most importantly, the right to vote in an election of directors – will be controlled by a small number of individuals working for those institutions. It is not exaggeration to say that even if this mega-trend begins to taper off, the majority of the thousand largest US companies could be controlled by a dozen of fewer people over the next ten to twenty years»). Più in generale, per un'analisi delle possibili implicazioni sul piano concorrenziale derivanti dalla crescente presenza degli investitori istituzionali nel mercato finanziario si vedano, tra gli altri, E.A. POSNER, F.M. SCOTT MORTON, E.G. WEYL, *A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors*, in 81 *Antitrust Law Journal*, 2016, 669 ss.; J. COATES, G. HUBBARD, *Competition in Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy*, in 151 *Journal of Corporation Law*, 2007, 48 ss.; e F.M. SCOTT MORTON, H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, in 127 *Yale Law Journal*, 2018, 2026-2047.

⁶⁷ Per chiarezza, si segnala che le problematiche concernenti la possibile rilevanza del coordinamento tra investitori istituzionali ai fini dell'applicazione delle disposizioni in materia di azioni di concerto non sarà oggetto di analisi nel presente lavoro. Per una trattazione del tema si rinvia all'analisi svolta da S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, (nt. 35), 44 ss. e G. GUIZZI, *Gli investitori istituzionali tra esigenze di coordinamento e problema del concerto*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. MAUGERI, Milano, Giuffrè, 2015, 109 ss.

⁶⁸ In argomento, v., per tutti, A. HAMDANI, S. HANNES, *The Future of Shareholder Activism*, in *Boston University Law Review*, 978 ss. («*hedge fund activism's success depends on the support of*

taggiarsi del supporto dei secondi tanto in ambito assembleare quanto, più in generale, per mediare nei rapporti con gli amministratori della società oggetto di investimento⁶⁹. In altri termini, il coordinamento tra azionisti istituzionali attivi e passivi potrebbe consentire di coniugare approcci e tecniche differenti in vista del possibile raggiungimento di obiettivi comuni e, conseguentemente, rivelarsi vantaggioso per ciascun soggetto coinvolto: si pensi, ad esempio, alla possibilità di esercitare un'attività di influenza sulla politica di gestione perseguita dalla società partecipata sia direttamente, attraverso la negoziazione di talune scelte e un dialogo con gli amministratori da parte degli investitori passivi, sia indirettamente, attraverso l'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori attivi.

Peraltro, la disamina delle caratteristiche e delle logiche di funzionamento degli investitori passivi condotta nelle pagine precedenti lascia assumere che gli amministratori siano idealmente più propensi ad aprirsi al dialogo nei confronti di soggetti che possano avere qualche riguardo alla creazione di valore dell'impresa in una prospettiva di lungo periodo piuttosto che essere attratti, in modo pressoché esclusivo, dal perseguimento di politiche di gestione a breve termine volte a soddisfare interessi prettamente speculativi⁷⁰.

large asset managers. Hedge funds commonly buy slivers of equity in the companies they target. Without the potential or actual support of institutional investors, activist hedge funds would not be able to win proxy fights and would therefore lose their most potent threat against underperforming managers. In other words, they would be no more than paper tigers»). In senso conf., M. CREMERS, S. MASCONALE, S.M. SEPE, *Activist Hedge Funds and the Corporation*, 94 *Wash. U. L. Rev.* 261, 2016, 319 («most activists, however, do not aim at accumulating large blocks of a target's stock, as smaller stakes (usually at around 5 to 10 percent) may be enough to wage an effective proxy contest for director elections, especially if an activist can count on the support of institutional investors, as has frequently been the case»). Per un'analisi di alcune fra le modalità attraverso le quali i fondi attivisti incorporano i fattori ESG nelle nell'ambito delle relative strategie di investimento v. K. VALENTINI, *Hedge Fund Activism and ESG: Examining the Role of Activist Hedge Funds as Protagonists of Capital Markets*, in *Social Impact Research Experience*, 2018, 7 ss. reperibile all'indirizzo <https://repository.upenn.edu/server/api/core/bitstreams/e9930377-7d65-46a8-a78e-3be065358cc5/content>.

⁶⁹ A tale riguardo v. le considerazioni di I.R. APPEL, T.A. GORMLEY, T.B. KEIM, *Standing on the shoulders of giants: the effect of passive investors on activism*, in *European Corporate Governance Institute*, 2018, 5 ss. i quali osservano come gli investitori attivisti prestano sempre maggiore attenzione alle considerazioni degli investitori passivi in vista del lancio di possibili campagne attiviste, nonché quando si tratta di valutare possibili cambiamenti concernenti la governance della società partecipata, alla luce della potenziale influenza che questi ultimi hanno (ovvero possono avere) nei confronti del consiglio di amministrazione della società medesima. In particolare, per un approfondimento sugli strumenti a disposizione degli amministratori per reagire ad una campagna attivista ritenuta negativa per la società v. D.F. PARSON, J.S. TYLER, *Activist Stockholders, Corporate Governance Challenges and Delaware Law*, in *Handbook of Research on Mergers and Acquisitions*, 2016, 177 ss.

⁷⁰ Sull'interesse degli amministratori a coltivare il dialogo con gli azionisti istituzionali della società, v. l'analisi svolta da C. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, Giappichelli, 2020, 196.

In questo senso, gli investitori istituzionali passivi potrebbero rivelarsi degli interlocutori particolarmente adatti per indurre le società partecipate (attraverso prassi di dialogo con gli amministratori, s'intende) ad adottare strategie imprenditoriali orientate ad una maggior tutela degli interessi sociali e ambientali⁷¹. Tirando le fila del discorso, si può sostenere che gli investitori attivi speculativi siano in qualche modo incentivati ad adottare un approccio collaborativo (o, se si preferisce, accomodante) nei confronti dei gestori di fondi passivi (quanto meno se l'intenzione è quella di avvantaggiarsi indirettamente della maggiore apertura al dialogo che questi ultimi potrebbero vantare nei confronti del consiglio di amministrazione della società partecipata), in luogo di scadere in dinamiche oppositive che potrebbero rivelarsi poco efficienti in termini di tempo e/o di costi⁷². Ma se quanto si va dicendo appare condivisibile, allora è ragionevole concludere nel senso che i gestori di fondi passivi possano in qualche modo atteggiarsi a "watchdog" contro forme dannose di attivismo: inducendo, ad esempio, gli *hedge funds* a riorientare le loro strategie di investimento verso obiettivi di medio-lungo termine, nonché a riporre maggiore attenzione a tematiche ambientali e sociali, in linea con le eventuali preferenze manifestate degli investitori passivi medesimi.

Inoltre, è da osservare come il possibile coordinamento fra azionisti istituzionali potrebbe generare vantaggi non indifferenti anche nella prospettiva degli investitori passivi. I gestori di fondi indicizzati di maggiori dimensioni, infatti, non sempre dispongono di informazioni adeguate per risolvere in maniera efficace le questioni che possono interessare una qualsiasi società ricompresa nel portafoglio

⁷¹ Sul punto, v. le considerazioni compiute da J.C. COATES, (nt. 17), 48 ss. («the engagements provide important signals to managers as to how the investors will behave should votes come up, on issues, or on other matters, including control contests, activist campaigns, or mergers. The prospect of such events – and the power of index fund advisors in those events – provides a powerful incentive to company managers to respond to the wishes of the index funds. It is this last channel of influence – control contests, activist campaigns, and mergers – where the index funds have their greatest potential for influence. When management proposes a merger requiring a shareholder vote, or when another shareholder – often a hedge fund – proposes a sale, seeks to install individuals on the board, or starts a full-blown proxy contest for control of the company – an index fund's influence grows significantly. As with ordinary shareholder proposals, index fund positions in a disputed merger vote or control contest are typically pivotal if the top index funds take similar positions. BlackRock reported having voted for 31 percent of dissident proposals in the year ended July 2019, up from 19 percent in 2017. Vanguard reported having participated in over 7,500 merger votes in each of 2018 and 2019, voting no on more than 600 mergers in those two years. While that number is a relatively small fraction of the total number of merger votes, it is large in absolute terms, and large enough to create meaningful deterrent for managers who are planning a merger proposal, as the costs to both companies and managers of a failed merger vote are significant. State Street reported that 6 percent of their engagements concerned proxy contests, mergers, and acquisitions in the year ended July 2019»).

⁷² Al riguardo, A. BRAV, W. JIANG, T. LI, *Picking Friends Before Picking (Proxy) Fights: How Mutual Fund Voting Shapes Proxy Contests*, 2018, 9 ss. reperibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3101473.

gestito (o, più semplicemente, per esercitare i loro diritti di voto in modo informato nell'assemblea), ad esempio perché i costi di monitoraggio da sostenere a tale proposito finirebbero per essere eccessivamente onerosi. Peraltro, se a seguito dell'analisi condotta finora, si conviene che uno fra i principali ostacoli alla diffusione di prassi di *engagement* è rappresentato proprio dai costi a queste connessi, allora è plausibile ritenere che la istituzionalizzazione di un vero e proprio momento di confronto tra azionisti istituzionali (prima ancora dell'incontro tra questi ultimi e gli amministratori) potrebbe essere una soluzione efficiente ai fini della praticabilità dell'*engagement*⁷³. Per un verso, il coordinamento tra azionisti istituzionali potrebbe condurre ad una ripartizione dei costi di monitoraggio tra coloro i quali si sono coalizzati, in luogo di gravare in maniera esclusiva sul singolo⁷⁴. In virtù della comune appartenenza ad una determinata *family fund*, gli investitori passivi avrebbero la possibilità di ammortizzare i predetti costi di monitoraggio sull'andamento della singola società partecipata attingendo alle informazioni che sono già in possesso degli investitori attivi speculativi, quale risultato della loro attività di *stock-picking* condotta in relazione alla medesima società⁷⁵. Per altro verso, una simile dinamica di coordinamento fra azionisti istituzionali potrebbe avere il merito di condurre al superamento di eventuali asimmetrie informative intercorrenti tra posizioni soggettive che si contraddistinguono tanto per la differente natura degli interessi rispettivamente vantati, quanto per un diverso orizzonte di investimento, in vista del perseguimento di obiettivi di comune interesse.

⁷³ Per un approfondimento sul tema, si rinvia all'analisi svolta da G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor Collective Engagements: Non-Activist Cooperation vs Activist Wolf Packs*, in 14 *Ohio State Business Law Journal*, 2020. Per un'analisi delle diverse modalità attraverso le quali gli investitori attivi e quelli passivi intraprendono politiche di *engagement* v. J. MORLEY, *Too big to be activists*, in *Yale Law & Economics*, 2018, 27.

⁷⁴ Vale la pena sottolineare come una simile opinione trovi riscontro sul piano legislativo e, in particolare, nell'art. 3-octies della SHRD II. In dottrina, si segnalano G. STRAMPELLI, (nt. 5), 845 ss.; M. BIANCHI, M.C. CORRADI, L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca impr. soc.*, 2002, 397 ss. Da ultimo, per una ricognizione di alcune iniziative riscontrabili nella prassi, v. l'analisi svolta da C. DOIDGE, A. DYCK, H. MAHMUDI, A. VIRANI, *Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action?*, 2015, reperibile all'indirizzo http://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/DYCK-doidge-mahmudi-virani_Can%20Institutional%20Investors%20Improve%20Corporate%20Governance.pdf.

⁷⁵ In tal senso, v. M. BARZUZA, Q. CURTIS, D.H. WEBBER, (nt. 5), 118: «it is also notable that mutual funds are able to free-ride on the efforts of activist hedge funds who have more powerful incentives. Activist hedge funds take large stakes, but index funds' holdings are larger still and—as neutral, sophisticated parties—the position of index funds in proxy contests is influential. As such, index funds are increasingly the swing voters in contested director elections and other activist interventions. On the one hand, the ability to free ride means that index funds' investment in governance can be lower than it otherwise might—perhaps much lower. On the other hand, their role as swing voters raises the stakes on index funds getting it right, and means that a pro-management bias from index funds could be damaging to shareholder value in macro terms».

Letture

Book review

Note di lettura: *Passato e presente del diritto commerciale* di Mario Libertini. La prospettiva dei contratti d'impresa e dei consumatori

Reading notes: Mario Libertini, Past and present of commercial law. The perspective of commercial and consumer contracts

Aurelio Mirone *

ABSTRACT:

L'articolo contiene una riflessione sul libro di Mario Libertini, *Passato e presente del diritto commerciale*, con particolare riferimento ad uno degli ambiti tematici privilegiati dall'A., e cioè i contratti d'impresa, rispetto ai quali si propone un'opera di rifondazione teorica. In particolare, vengono dibattuti i temi relativi all'impatto della giurisprudenza europea (specialmente in materia di consumatori) e nazionale, e quelli relativi alle tecniche di reazione dell'ordinamento rispetto al reticolato di prescrizioni che regola l'attività d'impresa.

The article contains a review of Mario Libertini's book, Past and present of commercial law, with particular reference to one of the thematic areas favored by the Author, namely commercial contracts, for which a work of theoretical re-foundation is proposed. In particular, the issues relating to the impact of European (especially about consumer law) and national jurisprudence are debated, as are those relating to the reaction techniques of the legal system with respect to the network of provisions that regulate business activity.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Catania; email: aumirone@lex.unict.it.

Relazione al convegno *Passato e presente del diritto commerciale (a proposito del libro di Mario Libertini, Giappichelli, 2023)*, tenutosi il 19 febbraio 2024 alla Sapienza Università di Roma, con l'aggiunta di note bibliografiche minime. Il testo mantiene il tenore discorsivo della relazione, legato all'occasione.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. La proposta interpretativa in materia di contratti d'impresa (e dei consumatori). – 3. Il flusso contraddittorio della giurisprudenza europea e di quella nazionale. – 4. Spunti per un controllo delle tendenze all'incremento della regolamentazione eteronoma dei contratti e della risposta sanzionatoria in sede civile. – 5. Conclusioni.

1. Premessa.

Individuare in un breve intervento i profili più interessanti del volume che oggi presentiamo e provare a commentarli è disagevole per chiunque, a maggior ragione per chi – e penso di esprimere un pensiero comune a tutti i molti allievi di Mario Libertini – ha sempre avuto per il professore un senso di ammirazione che discende unicamente dalla profondità di pensiero del Maestro e dalla condivisione di fondo del metodo e delle scelte giuspolitiche di valore che vi stanno alla base¹, e che per questo motivo si rileva particolarmente forte e duraturo.

La scelta di un profilo specifico del pensiero di L., sul quale soffermarsi in questa sede, non può che rivestire carattere arbitrario. Così è anche per la prima osservazione sovvenutami al termine della lettura del libro e cioè quella di una mancanza, che ho subito colmato rileggendo un saggio che rappresenta il presupposto di molte linee di pensiero sviluppate nei contributi raccolti nel volume, e cioè *“Il vincolo del diritto positivo per il giurista”*².

L'importanza di questo lavoro, che non poteva essere inserito nel volume per la scelta dell'Autore di includere unicamente scritti pubblicati dopo il 2005, è dimostrata dal fatto che esso continua a rappresentare un punto di riferimento nel dibattito contemporaneo sull'argomentazione giuridica³. I tratti portanti del metodo di L., sviluppati ed applicati nei più diversi ambiti del diritto commerciale, costituiscono infatti una felice attuazione di quel programma, che era stato già in parte delineato nei precedenti studi di diritto positivo su alcuni istituti del diritto

¹ Vedi almeno P. FABBIO, *Il dibattito italiano su principi e clausole generali e l'ideale della certezza del diritto. A proposito di un recente libro a cura di Giovanni D'Amico*, in *ODCC*, 2018, 787; M.R. MAUGERI, *Diritto civile e diritto commerciale: l'unità del diritto privato, oggi*, in questa *Rivista*, 2015, 3, 1 ss.

² M. LIBERTINI, *Il vincolo del diritto positivo per il giurista*, in *Scritti in onore di Angelo Falzea, I, Teoria generale e filosofia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1991, 347 ss. e in *Riv. crit. dir. priv.*, 1990, 119 ss. (da cui si cita).

³ Cfr., V. CARIELLO, *Osservazioni preliminari sull'argomentazione e sull'interpretazione “orientate alle conseguenze” e il “vincolo del diritto positivo per il giurista”*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, a cura di V. DI CATALDO *et al.*, Milano, Giuffrè, 2016, 1714 ss., il quale a p. 1716, nt. 8, include il lavoro tra quelli che si collocano nella «cultura giuridica (giuscomercialista) italiana (...) in una posizione di vertice».

commerciale⁴, ma che in quell'articolo viene messo a punto sul piano della teoria generale del diritto. Ed anche se alcuni passaggi sono influenzati dalla necessità di confronto con alcune tendenze culturali oramai tramontate, come quella del c.d. "uso alternativo del diritto", la *pars costruens* si rivela pienamente attuale, soprattutto nella misura in cui sviluppa ed attualizza con connotati originali il criterio ascarelliano della "continuità dell'interpretazione con i testi normativi"⁵, da un lato in contrapposizione con il mito della fedeltà alla legge⁶, ma dall'altro in critica anche alla tentazione di attrarre la funzione giurisprudenziale tra le fonti del diritto⁷.

A pagina 151 di quel saggio, così si descrive in modo convincente il metodo del *giuspositivismo critico* al quale l'A. aderisce con tratti di originalità⁸: «può dirsi che il criterio di continuità dell'interpretazione con il diritto positivo ha carattere di «vincolo» giuridico solo per il profilo formale e procedurale (necessità di ancorare la soluzione giuridica al sistema delle fonti formalmente riconosciute); ha carattere etico-politico laddove impone al giurista di pensare ogni soluzio-

⁴ In particolare, M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1971 (ed. fuori commercio).

⁵ Per una difesa del criterio ascarelliano dalle pur autorevoli critiche ricevute, vedi M. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2023, 22 (e in questa *Rivista*, 2015, 14 ss.). V. anche le relazioni raccolte in *Tullio Ascarelli e il ragionamento giuridico*, a cura di G. FERRI jr, M. STELLA RICHTER jr, Milano, Giuffrè, 2022.

⁶ Per una critica del "letteralismo", vedi, tra gli altri, G. BARALIS, *Atto primo (Il pensiero giuridico e la complessità)*, in G. BARALIS, P. SPADA, *Dialogando su dogmatica giuridica e giurisprudenza (dopo aver letto un libro sull'ipoteca)*, in *Riv. dir. priv.*, 2013, 28 s.

⁷ Nel senso che il vincolo del diritto positivo, storicamente condizionato in relazione al pensiero della comunità dei giuristi ed all'evoluzione del referente socio-economico della disciplina (M. LIBERTINI, (nt. 5), 51 s.), non sia incompatibile con una creatività giurisprudenziale che non ambisca a sostituirsi al legislatore, M. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 5), 195 ss. (e in questa *Rivista*, 2018, 2, 1 ss.), osservandosi che la "autolimitazione giurisprudenziale" dovrebbe imporsi su due punti: essa «sul piano sostanziale, comporta una piena adesione ideologica e quindi leale accettazione delle *rationes* espresse dal potere politico legittimo, mediante norme costituzionali e legali espresse; sul piano formale, comporta la piena accettazione del principio di tassatività delle fonti del diritto e, di conseguenza, una limitazione degli argomenti legittimati a fungere da fondamento di una conclusione giuridica» (M. LIBERTINI, *I principi della correttezza professionale nella disciplina della concorrenza sleale*, in *Eur. Dir. priv.*, 1999, 522, nt. 21).

⁸ Parlano di giuspositivismo inclusivo, M. BARBERIS, *Diritto e morale: la discussione odierna*, in *Revus*, 2011, 55 ss.; M. LA TORRE, voce *Positivismo giuridico*, in *Enc. Dir., Annali*, VI, Milano, Giuffrè, 2013, 681 ss. Tra i profili sviluppati con maggiore originalità, in un contesto storico ed economico diverso da quello in cui scriveva Ascarelli, può individuarsi quello relativo al criterio dell'interpretazione differenziata delle norme tra diritto dell'impresa e diritto dei rapporti civili (cfr., M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. GITTI e aa., Bologna, Il Mulino, 2012, 33 ss.), che costituisce alla fine criterio discendente dal rifiuto del formalismo interpretativo e dogmatico (M. LIBERTINI, (nt. 2), 132 ss.).

ne come parte integrante di un ordinamento storicamente costituito e accettato nei suoi principi costitutivi; ha infine carattere di regola tecnica laddove impone all'interprete di argomentare in modo ragionevole e persuasivo, sì da rendere una certa soluzione effettivamente ricevibile la parte dell'ordinamento (cioè in primo luogo dall'insieme della giurisprudenza)».

2. La proposta interpretativa in materia di contratti d'impresa (e dei consumatori).

Fatta questa premessa, proverei a virare sulla stretta attualità, caratterizzata dalla continua emersione di problemi interpretativi che toccano in modo diretto i nodi teorici affrontati nel volume, e in particolare quello del rapporto tra diritto commerciale e diritto civile, sia in relazione ai confini delle due materie (che L. ricostruisce nel segno della continuità e non della specialità), sia in relazione al ruolo che i due ambienti scientifici hanno rivestito negli ultimi decenni nella cultura giuridica italiana. E dovendo scegliere un terreno di confronto, uno degli ambiti che più direttamente tocca questi nodi è quello dei contratti d'impresa, in relazione ai quali si può sintetizzare come segue il pensiero dell'A.⁹.

La premessa di fondo è che il c.d. metodo del diritto commerciale, inteso come attenzione alle particolarità economiche dei fenomeni disciplinati dal diritto (e pertanto alle conseguenze che derivano dalle possibili interpretazioni delle norme)¹⁰ e come valorizzazione dei regimi speciali previsti dalle innovazioni legislative, dev'essere assunto come metodo generale nell'interpretazione dell'intero diritto privato.

La disciplina generale del contratto di matrice codicistica è a sua volta inadatta a regolamentare compiutamente i contratti d'impresa¹¹, essendo fondata sul modello della contrattazione tra pari¹². Compito dell'interprete dovrebbe essere allo-

⁹ Con il quale ho provato a dialogare più compiutamente in A. MIRONE, *I contratti d'impresa a ottant'anni dal codice civile: profili ricostruttivi a partire dall'esperienza giurisprudenziale in materia di contratti bancari e finanziari*, in questa Rivista, 2023, 85 ss.

¹⁰ Per la piena compatibilità del criterio con il metodo giuspositivistico, M. LIBERTINI, (nt. 2), 369. Per una critica alla posizione fra gli altri (in Italia) di L. MENGONI, *L'argomentazione orientata alle conseguenze*, in *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Milano, Giuffrè, 1996, 102 ss., secondo cui il diritto positivo rappresenterebbe un limite all'impiego dell'argomentazione consequenzialista, vedi V. CARIELLO, (nt. 3), 1728 ss., correttamente nel senso che la valutazione degli effetti resta parte del procedimento interpretativo e non momento esterno allo (e correttivo dello) stesso, legittimandosi occasionalmente interpretazioni anche antiletterali (vedi già, M. LIBERTINI, (nt. 2), 149).

¹¹ Nella stessa prospettiva, tra gli altri, C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, Milano, Giuffrè, 2016, 85 ss.

¹² Rileva invece trattarsi di una «piuttosto di una mera prevalenza statistica che di nota concettuale intrinseca», F. D'ALESSANDRO, *Paolo Ferro-Luzzi e il contratto: le ragioni della teoria e quelle dell'ideologia*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 355.

ra quello di elaborare, partendo dalla miriade di discipline speciali presenti nell'ordinamento, una vera e propria *pars costruens* dei profili disciplinari dell'autonomia d'impresa¹³, che possa essere utile a razionalizzare il sistema e guidare l'interpretazione¹⁴, segnando un marcato distacco dai canoni codicistici¹⁵.

In tal senso, si propone¹⁶: i) di ammettere un'ampia possibilità di interpretazione differenziata dei testi normativi e di applicazione analogica delle norme previste dalle discipline di settore; ii) di avallare il depotenziamento del formalismo contrattuale a favore dei doveri precontrattuali e di informazione; iii) di consentire facilmente la possibilità di una determinazione della prestazione *per relationem*; iv) di affermare la tendenziale rilevanza dei rapporti di fatto; v) di sostenere la necessità di un pregnante controllo causale dei contratti d'impresa ed un altrettanto efficace controllo sugli abusi; vi) di assegnare un rilevante spazio alla regolazione amministrativa dell'attività d'impresa anche in relazione ai profili contrattuali; vii) di privilegiare, sul piano rimediabile, la combinazione di sanzioni varie, per assicurare efficacia ma anche proporzionalità della reazione da parte dell'ordinamento, mantenendo dei criteri ordinanti che non possono fare a meno di distinzioni concettuali – come quella tra norme di contenuto e norme di comportamento – e della corretta ricostruzione di categorie e regole.

In questo quadro, le condizioni generali di contratto rappresentano innanzitutto un momento organizzativo dell'attività d'impresa, propedeutico e regolatorio ri-

¹³ In questa prospettiva, vedi almeno V. BUONOCORE, *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, Giuffrè, 2000; G. CAPO, *Attività d'impresa e formazione del contratto*, Milano, Giuffrè, 2001. Nel più generale ambito dei contratti d'impresa resta peraltro rilevante la distinzione (che in questa sede non può approfondirsi) tra contratti (anche asimmetrici) tra imprese nei livelli intermedi della produzione e della distribuzione (vedi, per un tentativo di ricostruzione sistematica, P. LUCARELLI, L. RISTORI, *I contratti commerciali di durata. Crisi di cooperazione e governo del cambiamento*, Milano, Utet, 2016) e quelli tra imprese e utenti finali dei prodotti e servizi.

¹⁴ Nonostante L. lamenti una tendenza della dottrina a sfuggire da tale compito, o quanto meno a confrontarsi con esso [M. LIBERTINI, *Dalla dicotomia fra contratti fra contratti civili e contratti commerciali alla frammentazione della disciplina del contratto. Nuove riflessioni sui contratti d'impresa*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 5), 215 ss. (e in questa *Rivista*, 2022, 373 ss.)], il tema dei contratti d'impresa continua ad essere spesso affrontato in chiave storico-descrittiva: vedi, A. NERVI, *Diritto dei contratti e disciplina dell'economia*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 319 ss.; E. DE NAPOLI, *Il contratto di impresa: un fenomeno in evoluzione*, *ivi*, 2023, 453 ss.

¹⁵ La rilevanza crescente dei contratti d'impresa nel sistema, che finisce per collocare il tradizionale modello codicistico in un ambito residuale sul piano socio-economico, determina semmai forti esigenze di ripensamento della stessa disciplina generale del contratto: vedi, da ultimo, le numerose relazioni raccolte nel volume *Contratto, contratti e mercati*, a cura di M.R. MAUGERI e G. GRASSO, *Quaderni della Scuola Superiore della Magistratura*, n. 24, Roma, 2023 (in particolare, sul punto, quelle – in ordine di apparizione – di G. D'AMICO, E. NAVARRETTA, V. ROPPO, C. ANGELICI, G. GITTI, F. DENOZZA, F. MACARIO, G. ALPA).

¹⁶ M. LIBERTINI, (nt. 14), 205 ss.; ID., *Autonomia*, (nt. 8), 33 ss.

spetto ai successivi atti negoziali con clienti ed utenti¹⁷, allo stesso modo – può dirsi – in cui gli statuti societari rappresentano il momento organizzativo non solo dell'attività societaria¹⁸ ma anche dei successivi atti di circolazione delle partecipazioni sociali¹⁹. La predisposizione delle condizioni generali di contratto è pertanto innanzitutto espressione di un potere di auto-organizzazione dell'offerta di prodotto da parte dell'impresa²⁰, avente carattere di normazione privata, come tale tendenzialmente libero ma bisognoso di forme di controllo (giudiziale e amministrativa) da parte dell'ordinamento²¹. Il momento organizzativo dell'attività d'impresa, che presenta connotati propri, non elide peraltro il carattere intersoggettivo e negoziale dei successivi atti individuali, e con ciò uno spazio residuale per l'applicazione degli istituti tradizionali del diritto civile²².

3. Il flusso contraddittorio della giurisprudenza europea e di quella nazionale.

Una prospettiva di serio confronto con questo programma scientifico richiede

¹⁷ Nel senso che la disciplina delle condizioni generali di contratto rientri nel «diritto privato dei rapporti esterni delle imprese», P. SIRENA, *Autonomia privata e regolazione del mercato nella disciplina dei contratti d'impresa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2023, I, 522.

¹⁸ Caratteristica che prescinde peraltro in parte anche dalla stessa attività d'impresa, essendo comune a tutti gli enti collettivi in quanto tali (E. DEL PRATO, *I regolamenti privati*, Milano, Giuffrè, 1988; A. ZOPPINI, *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, Jovene, 1995).

¹⁹ Ed allo stesso modo in cui la regolazione amministrativa dei mercati finanziari costituisce il presupposto per i singoli atti di scambio in borsa, così potendosi accomunare “infrastrutture” giuridiche private e pubbliche necessarie a valle per i rapporti di mercato: C. ANGELICI, *Sul “contratto” di borsa*, Milano, Giuffrè, 2021, 38 ss.; ID, *Divagazioni su «Il contratto o i contratti?» e i mercati finanziari*, in *Contratto, contratti e mercati*, (nt. 15), 203 ss.

²⁰ Per la nota formula dello *Außenprivatrecht der Unternehmen*, v., K. SCHMIDT, *Handelsrecht. Unternehmenrecht*, I, 6. Aufl., Köln, Heymanns, 2014, 55 ss.

²¹ Cfr., AA.VV., *I poteri privati e il diritto della regolazione*, a cura di P. SIRENA e A. ZOPPINI, Roma, RomaTrE-Press, 2018; D. FAUCEGLIA, *I mercati regolati e l'integrazione dei contratti d'impresa*, Napoli, Esi, 2021. Per la tendenza alla regolamentazione eteronoma del contratto (vista come “assedio”), e per la diversa possibile prospettiva della standardizzazione tecnica e della co-regolazione, vedi l'interessante prospettazione di H.-W. MICKLITZ, *Contract Law under Regulatory Siege – Reveal of Contract Law?*, in *European Contract Law and Creation of Norms*, edited by S. GRUNDMANN, M. GROCHOWSKI, Cambridge, [Intersentia](#), 2021, 199 ss.

²² M. LIBERTINI, *Il mercato di borsa tra paradigmi economici e giuridici. Riflessioni sulla nozione di contratto in occasione della presentazione del libro di Carlo Angelici Sul “contratto” di borsa*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 5), 469 (e in *ODCC*, 2017, 171 ss.). E così, ad es., per l'applicabilità della disciplina dei vizi della volontà al voto assembleare, M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Sub art. 2377, Milano, Giuffrè, 2016, 357 ss.

un'opera di raccordo con il diritto vivente in materia di contratti d'impresa, che presenta oggi matrice fortemente giurisprudenziale e risulta caratterizzato da numerosi punti di frizione rispetto ad alcuni aspetti del quadro teorico sopra delineato²³, tanto da rendere plausibili anche diverse prospettive, che potrebbero definirsi di scetticismo razionale, intese a negare la possibilità di costruire categorie unificanti, capaci di leggere una realtà variegata e frammentaria²⁴.

L'impressione, infatti, è che si affaccino in modo incessante nuove questioni che impingono direttamente con i profili teorici indicati da L., e che non possono essere affrontate compiutamente senza confrontarsi con essi, ma al contempo che l'eterogeneità delle soluzioni giurisprudenziali dimostri una particolare forza delle spinte centripete rispetto alla desiderata prospettiva di unificazione del sistema.

Il panorama giurisprudenziale è a sua volta complicato dal fenomeno del frequente interessamento da parte della Corte di Giustizia rispetto a profili interpretativi della normativa europea in materia di contratti con i consumatori, che si muovono a stretto contatto con istituti ed ambiti tradizionalmente riservati al diritto interno, entrando talora in collisione con categorie consolidate.

A titolo esemplificativo, volendosi limitare ad alcune questioni emerse solamente nell'ultimo anno, basi pensare innanzitutto alla diversa prospettiva che la Corte di Giustizia e le Sezioni Unite della Cassazione hanno adottato rispetto al tema dei doveri degli intermediari finanziari in materia di concessione del credito.

La sentenza delle S.U. in materia di mutuo fondiario eccedente²⁵ aveva infatti ribadito da un lato la classica distinzione tra regole di condotta (cui apparterebbe la previsione di cui all'art. 38, secondo comma, t.u.b.) e regole di contenuto del contratto, e dall'altro una concezione tradizionale della nullità virtuale, limitata alle sole violazioni di norme a tutela di preminenti interessi generali e di valori fondamentali dell'ordinamento (e perciò imperative)²⁶, ed all'ulteriore condizione

²³ Cfr., A. MIRONE, (nt. 9), 88 ss. Vedi, inoltre, G. FAUCEGLIA, *L'integrazione dei contratti d'impresa profili generali ed introduttivi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 55 ss.

²⁴ Vedi F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *I contratti per l'impresa*, (nt. 8), I, 33 ss.

²⁵ Cass. civ., sez. un., 16 novembre 2022, n. 33719. In argomento, si veda quanto meno S. BOATTO, *sub art. 38*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*², a cura di C. COSTA, A. MIRONE, Torino, Giappichelli, 2024, 380 ss.; G. D'AMICO, *Sull'ambito di applicazione della disciplina del credito fondiario*, in *Contr.*, 2014, 454; T. MAUCERI, *Una soluzione esaustiva per il mutuo fondiario eccedentario?* in *Nuova giur. civ. comm.*, 2023, 397 ss.; A. MIRONE, (nt. 9), 121 ss.; F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*, in *Contr.*, 2023, 154 ss.; T. RUMI, *La tormentata vicenda del credito fondiario*, in *Contr.*, 2022, 65 ss.; U. SALANITRO, *Dopo le Sezioni Unite, quale disciplina per il credito fondiario eccedente il limite di finanziabilità?* in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 338.

²⁶ In senso opposto, si veda, rispetto ad altro tema, Cass. civ., sez. II, 27 agosto 2020, n. 17959, che ha ritenuto nullo ex art. 1418, primo comma, c.c. (e non già ai sensi del secondo comma, o an-

che la violazione sia apprezzabile testualmente ed oggettivamente, senza margini valutativi di natura economica. E ciò, di fronte ad una norma che, pur attenendo ad un dovere di condotta dell'intermediario (non erogare finanziamenti oltre un determinato limite), contiene una precisa regola afferente ad un elemento del contratto (e cioè il suo oggetto, sia pure per specificazione), e non certo una clausola generale di tipo elastico.

La Corte di Giustizia, nel caso *Nàrokui*, avalla invece il ricorso alla sanzione della nullità per la violazione di una chiara norma di condotta come quella sul dovere di valutazione del merito creditizio dei consumatori²⁷, in contrasto con l'opinione corrente in Italia, che sostiene l'applicazione di rimedi esclusivamente risarcitori²⁸. Orientamento che si pone in continuità ideale con le pronunzie nel caso *OPR-Finance*²⁹, ove si prevede la necessità che il Giudice valuti d'ufficio il rispetto del dovere di corretta valutazione del merito creditizio (soluzione che pone non pochi interrogativi sia di ordine sostanziale che processuale) e nel caso *Ultimo Portfolio*³⁰, ove si valuta come compatibile con la normativa europea la sanzione della decadenza integrale dagli interessi (soluzione che nel nostro ordinamento è prevista solamente per il caso dell'usura).

Un'altra vicenda per cui sembrano profilarsi disarmonie non facilmente riconducibili a sistema è quella dei finanziamenti in valuta estera. La posizione delle Sezioni Unite³¹, relativa ad un caso di leasing con clausola di doppia indicizza-

nullabile), il contratto frutto di estorsione (in contrasto con l'orientamento prevalente per il caso della truffa). Evidenza lo "straripamento della nullità virtuale" ed il rischio ancillarità del diritto civile rispetto al diritto penale, L. MODICA, *Contratto e norma penale*, in *Contr.*, 2023, 353 ss.

²⁷ Corte Giust., 11 gennaio 2024, causa C-755/22. La sentenza ritiene conforme alla dir. 2008/48/CE l'art. 86, secondo comma, della legge della Repubblica ceca (l. n. 275/2016) in materia di credito al consumo, che prevede espressamente la sanzione della nullità rilevabile d'ufficio. Nei §§ 40 e 41 la sentenza ribadisce i principi di effettività e dissuasività delle sanzioni a tutela del consumatore, e con ciò la valutazione per cui la sanzione della nullità integrale è compatibile anche con il principio di proporzionalità della sanzione, anche nel caso in cui il contratto «sia stato integralmente eseguito senza che tale consumatore abbia subito conseguenze pregiudizievoli nel corso o a seguito di tale esecuzione» (§ 56). Sembrerebbe potersi evincere in tal senso una malcelata (ed anzi evidente) preferenza della Corte per il rimedio invalidativo rispetto a quello risarcitorio, che presenterebbe certamente nella specie una minore capacità dissuasiva.

²⁸ E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina del merito creditizio*, *Riv. dir. banc.*, 2023, 457 ss. Per una moderata apertura alla sanzione invalidativa, limitatamente ai casi dell'assoluta mancanza di valutazione del merito creditizio o di operazioni c.d. spoliative, in una prospettiva di superamento della distinzione tra norme di condotta e norme di contenuto, A.A. DOLMETTA, *La valutazione del merito creditizio nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 331 ss.

²⁹ Corte Giust., 5 marzo 2020, causa C-679/18.

³⁰ Corte Giust., 21 dicembre 2022, causa C-243/2. E v. già, Corte Giust., 9 novembre 2016, causa C-42/14, *Home Credit Slovakia*.

³¹ Cass. civ., sez. un., 23 febbraio 2023, n. 5657.

zione (valutaria e finanziaria), è nel senso di escludere, in ottica “conservativa” del contratto, che l’oscurità ed intrasparenza di una clausola, l’aleatorietà ed asimmetria del contratto, o lo squilibrio delle prestazioni, possano di per sé costituire la base per una valutazione di immeritevolezza di clausole atipiche ai sensi dell’art. 1322 c.c.³², così privilegiando una prospettiva ben diversa da quella adottata in materia di contratti derivati³³.

In tal modo si determina tuttavia una forte (e non del tutto razionale) disparità di trattamento rispetto ai contratti con i consumatori³⁴, caratterizzati da una giurisprudenza particolarmente severa della Corte di Giustizia. Così nel recente caso *Bank M.*³⁵, in cui la Corte, dopo aver ripetutamente censurato le clausole sul piano della loro oscurità ai sensi della dir. 93/13/CE, imponendo elevati *standard* di chiarezza (di fatto mai riscontrati nei casi giudicati³⁶) al fine di avallarne la validità, ha aperto la strada a sanzioni ultra-compensative – che vadano oltre la ripetizione dell’indebitto, fino alla retroversione dei profitti³⁷ – con l’argomento che occorrerebbe impedire in radice alle imprese la possibilità di internalizzare i costi della sistematica violazione della disciplina normativa³⁸.

³² In senso adesivo, ed ancor più netto, G. D’AMICO, *La meritevolezza del contratto secondo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 2023, 260 ss. V., sul punto, con approccio condivisibile, F. AZZARRI, *Principio di trasparenza e prospettive rimediali: a proposito dei mutui (ai consumatori) e dei leasing (ai professionisti) indicizzati a una valuta estera*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1219 ss.; e la posizione invece critica di D. MAFFEIS, *Clausola e causa nel diritto civile della finanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 938 ss., ove rife. ai precedenti contributi dell’A., che propende per la nullità per immeritevolezza delle clausole.

³³ Cass. civ., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770. V., in senso critico sulla prospettiva del controllo di validità, M. ANOLLI, A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un’analisi interdisciplinare*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 195 ss., i quali propendono per l’applicazione di rimedi risarcitori.

³⁴ Cfr., P. GIUDICI, *Le Sezioni Unite e i derivati impliciti*, in *Soc.*, 2023, 1111 ss.; F. AZZARRI, (nt. 32), 260 ss.

³⁵ Corte Giust., 15 giugno 2023, causa C-520/21.

³⁶ Anche la giurisprudenza interna applica oramai criteri molto restrittivi, adeguandosi agli standard della CGUE: per un recente quadro, anche degli orientamenti dell’ABF, v. G. MARINO, *sub art. 120-quaterdecies*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*², (nt. 25), 1948 ss.

³⁷ Ritengono la posizione fortemente derogatoria rispetto ai principi interni in materia di responsabilità precontrattuale, A. PALMIERI, R. PARDOLESI, *Invalidità post-vessatoria dei contratti dei consumatori. Restituzioni risarcitorie e altre calamità*, in *Foro it.*, 2023, 369 ss. Diversamente orientato, F. MACARIO, *L’evoluzione delle categorie (e della dogmatica) del diritto contrattuale e la giurisprudenza della Corte di Giustizia*, *ivi*, 383 ss.

³⁸ Rilevano che la sentenza sembra porsi in conflitto con la prospettiva adottata da Cass. civ., sez. un., 4 novembre 2019, n. 28314, in materia di c.d. nullità selettiva (che ben consente di fatto all’intermediario di “compensare” in via di eccezione partite negative e positive all’interno di un rapporto d’investimento viziato da nullità), S. PAGLIANTINI, *Culpa in contrahendo da contratto nullo e retroversione del profitto al consumatore: uso alternativo del diritto o una storia semplice?*, in

Nell'ultimo turno di tempo si sono peraltro affacciate ulteriori vicende processuali che toccano in modo diretto il profilo dell'autonomia delle imprese nella determinazione della propria offerta di prodotto.

Si pensi alla riemersione della questione sulla validità dei piani di ammortamento alla francese nei mutui³⁹, che pur nel tecnicismo della materia – dimostrato dall'interessante dialogo che si è sviluppato tra giuristi e matematici⁴⁰ – tocca direttamente i profili richiamati, non solamente per la proposta di attribuire portata ultra-espansiva e in chiave invalidativa alla disciplina di trasparenza e in particolare ad alcune clausole generali che impongono taluni doveri di assistenza al cliente (v., art. 120-*novies* t.u.b.)⁴¹, pur in assenza di norme che vietino sul piano contenutistico la prassi negoziale in questione, ma proprio per interferenza che si potrebbe venire a determinare sui profili dell'autonomia d'impresa.

L'impressione, infatti, è che il tema sia venuto ad evidenza essenzialmente per la mancanza di alternative sul mercato ad una certa forma di offerta contrattuale, che presenta determinate caratteristiche (in particolare, quella della “rata costante”), pur tendenzialmente adatte alla larga maggioranza della clientela. E che a tale situazione (valutata come indesiderabile) si intenda sopperire impropriamente elevando oltremodo la portata delle regole sulla determinatezza e completezza del contratto o di quelle sugli obblighi di assistenza e consulenza alla clientela, nella consapevolezza che la disciplina *antitrust* può entrare in gioco solamente ove sussistano i presupposti del consapevole coordinamento da parte delle imprese⁴².

E pur tuttavia, anche quest'ultimo baluardo sembra talora essere posto in discussione, come nel caso dell'unica pronuncia di legittimità finora resa in relazione al filone processuale dei mutui ancorati al tasso *Euribor*⁴³. La posizione della Cassazione – che ritiene la nullità di tutti contratti contenenti il riferimento al tasso manipolato da alcune banche a livello sovranazionale – spinge infatti il meccanismo della ripercussione a valle della nullità delle intese ben oltre i confini che

Foro it., 2023, 377 ss.; A.A. DOLMETTA, *La clausola di «doppia conversione al cambio convenzionale» tra interesse pubblico (Corte di giustizia) e interessi privati (sezioni unite della Corte di cassazione)*, *ivi*, 400 ss.

³⁹ Cass., Prima Presidente (ord. di rimessione alle Sezioni Unite), 7 settembre 2023.

⁴⁰ V., F. CACCIAFESTA, *Qualche commento all'articolo A margine dell'ammortamento «alla francese»: gravosità del meccanismo e sua difficile intelligenza di A.A. Dolmetta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 751 ss.

⁴¹ R. NATOLI, *Ammortamento “alla francese”: una questione di trasparenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 201 ss.

⁴² A meno di non aderire alla prospettazione – a mio avviso priva di fondamento normativo e potenzialmente “eversiva” – per cui ogni impresa dovrebbe mantenere un adeguato livello di differenziazione dell'offerta di prodotto o comunque di “negoziabilità” del contratto, a pena di nullità dello stesso: P. LA SALA, *Fideiussioni bancarie omnibus e disciplina antimonopolistica dopo l'ultimo intervento delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, II, 622 ss.

⁴³ Cass. civ., sez. III, 13 dicembre 2023, n. 34889.

avevano già toccato generosamente le Sezioni Unite⁴⁴, pur essendo queste ultime rimaste ambigue in relazione agli esatti contorni del punto relativo al necessario livello di partecipazione dell'impresa convenuta rispetto all'intesa anticoncorrenziale (inesistente nel caso Euribor). E ciò, senza considerare che l'intesa non aveva neanche realizzato una uniformazione delle condotte sul mercato, dato che l'Euribor è solamente una componente del prezzo, tipicamente accompagnata da uno spread autonomamente deciso dall'intermediario⁴⁵; uniformazione a valle che non era peraltro neanche obiettivo delle banche coinvolte nel procedimento, le quali miravano invece ad influenzare il mercato dei derivati sui tassi d'interesse (vuoi per finalità di copertura dei rischi, vuoi per fini speculativi).

4. Spunti per un controllo delle tendenze all'incremento della regolamentazione eteronoma dei contratti e della risposta sanzionatoria in sede civile.

Il punto è allora come porsi complessivamente di fronte a questa evoluzione che, sia pure con alcune eccezioni, mostra una tendenza all'accentuazione della risposta sanzionatoria dell'ordinamento, a fronte di una contestuale tendenza all'aumento della regolazione eteronoma del contratto⁴⁶. Tanto che, a livello di vertice, permane il dubbio se nell'attuale fase storica la via più adatta per orientare l'interpretazione sia quella di un rinnovamento della dogmatica del contratto o non quella (comunque inevitabile) di un'attenta ponderazione a largo raggio degli effetti delle soluzioni adottate⁴⁷ (non sempre adottata a livello giurisprudenziale)⁴⁸.

⁴⁴ Cass., sez. un., 30 dicembre 2021, n. 41994.

⁴⁵ Non sorprende, pertanto, la reazione di una parte della giurisprudenza di merito rispetto alla posizione della Cassazione (e forse anche alla sua motivazione alquanto superficiale, in esatto contrasto con il canone dell'onere di argomentazione ragionevole e persuasiva delle soluzioni, ripetutamente valorizzato nell'Opera in commento): v., Trib. Torino, 29 gennaio 2024, in www.diritto.bancario.it; Trib. Milano, 21 febbraio 2024, cit. ne *Il Sole 24 Ore*, 5 marzo 2024.

⁴⁶ Vedi H.-W. MICKLITZ, *The Visible Hand of the European Regulatory Private Law – The Transformation of European Private Law from Autonomy to Functionalism in Competition and Regulation*, in *28 Yearbook of European Law*, 2009, 3 ss.; F. MEZZANOTTE, *Regulation of Business-Clients Relationship Through “Organisational Law”*, in *European Review of Contract Law*, 2017 (2), 123 ss. In tale contesto, non par forse più tanto vero che contratto e società si distinguono per il fatto che nel primo caso si tratterebbe di «un mondo di monadi isolate che entrano in contatto tra di loro solo per realizzare uno scambio, allora basato sulla libera volontà di entrambe le parti», mentre tale schema verrebbe del tutto meno nel secondo, caratterizzato dalla formazione di “poteri” (F. D’ALESSANDRO, (nt. 12), 537).

⁴⁷ Cfr., ad es., V. DI CATALDO, *Esiste uno stile giuridico neo-liberale? Uno studio per Francesco Denozza*, in questa *Rivista*, 2020, 9 ss., per il quale sarebbe sostanzialmente inutile inseguire

In questa sede, preme solamente formulare alcuni sintetici rilievi di sintesi e di contorno, in ottica di continuità rispetto alla proposta interpretativa di Mario Libertini.

a) Il diritto dei contratti d'impresa è attualmente caratterizzato da un fermento giurisprudenziale, su questioni di rilevante carattere teorico, che non si rinviene in altri ambiti del diritto commerciale, nel senso che l'evoluzione dell'ordinamento è data in questo settore proprio dalle spinte che derivano dal contenzioso giudiziario, molto più di altri ambiti del diritto commerciale – come quello societario – in cui le linee portanti dell'evoluzione del sistema provengono da spinte di tipo diverso: da istanze organizzative della classe imprenditoriale (si pensi alla crisi del principio capitalistico dovuto alla espansione del voto plurimo⁴⁹) a istanze politiche caratterizzate da una forte condivisione sociale (si pensi alla legislazione in materia ESG)⁵⁰. Maggiore, pertanto, è il rischio che la disciplina venga ricostruita sulla base della patologia delle relazioni negoziali e non sulla loro fisiologia⁵¹, a scapito delle esigenze di efficiente regolazione del mercato e delle attività d'impresa⁵².

b) Nell'ambito dei contratti d'impresa è in effetti necessaria una riorganizzazione teorica ancora tutta da fondare, a partire dalla manualistica che risulta arretrata⁵³, essendo normalmente costruita sull'articolazione della disciplina dei contratti speciali (codicistici e non), che invece coglie oramai una parte limitata della complessiva regolazione dei contratti d'impresa.

cornici teoriche di riferimento, dovendosi privilegiare l'ottica di considerazione del diritto come "scienza sperimentale". Per la distinzione tra consequenzialismo forte e debole, e per la tendenziale legittimità della prima opzione nel nostro ordinamento, sia pure nell'ambito di alcune "regole d'uso" (come la selezione delle conseguenze rilevanti, la selezione dei punti di vista valoritativi e il dovere di argomentazione espressa) e "vincoli" formali (come quello dell'interpretazione autentica), vedi V. CARIELLO, (nt. 3), 1738 ss.

⁴⁸ Il che spiega anche l'inarrestabile ascesa dello specialismo: J.M. EMBID IRUJO, recensione a *Passato e presente del diritto commerciale*, in *Quadernos de Derecho y Comercio*, 80, julio-diciembre 2023, 333. In senso favorevole alla critica di L. allo specialismo, S. CASSESE, *Principi e autori di una materia articolata*, ne *Il Sole 24 Ore*, 2 luglio 2023.

⁴⁹ Il riferimento d'attualità è alla recente l. 5 marzo 2024, n. 21, recante "Interventi a sostegno della competitività dei capitali". Sul tema vedi quanto meno le relazioni raccolte in AA.VV., *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. BRIOLINI, Torino, Giappichelli, 2016.

⁵⁰ Cfr., A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023. In senso critico, F. D'ALESSANDRO, *Il martello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale d'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.

⁵¹ M. LIBERTINI, *Ancora a proposito*, (nt. 7), 200.

⁵² Cfr., A. ZOPPINI, *Vincenzo Roppo e la teoria "non euclidea" del contratto (discussa con i casi dell'Euribor negativo e della fatturazione a 28 giorni)*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 67 ss.

⁵³ Per un tentativo, vedi *Diritto commerciale*, I, *Diritto dell'impresa*, a cura di M. CIAN, Torino, Giappichelli, 2024, 119 ss.; nonché G. FAUCEGLIA, A. LUMINOSO, F. MARTORANO, G. RACUGNO, *Contratti d'impresa e operazioni bancarie*, Torino, Giappichelli, 2015.

c) Il diritto dei consumi – originariamente avviato dalla direttiva sulle clausole abusive, ma oramai composto da numerose e crescenti normative settoriali⁵⁴ – è oramai parte integrante della disciplina dei contratti d'impresa – tanto che in alcuni ordinamenti, come quello austriaco, la stessa disciplina delle clausole abusive è contenuta nel codice di commercio⁵⁵ – ed è sostanzialmente trascurato dalla dottrina giuscommercialistica⁵⁶. Questa assenza nel dibattito finisce per determinare un possibile *vulnus* nella riflessione sull'impatto che le sentenze della CGUE stanno provocando sul sistema⁵⁷, e in particolare il rischio che le ragioni e le specificità dell'impresa non siano adeguatamente considerate all'interno di questo dibattito.

d) In particolare, l'importanza della giurisprudenza europea in materia di contratti con i consumatori deriva da un duplice rilievo. Il primo è che in alcuni importanti settori della contrattazione d'impresa – e in particolare nel settore finanziario – il contratto coincide con il prodotto e viene pertanto a costituire elemento primario dell'attività imprenditoriale⁵⁸ (e forse non a caso proprio questi settori sono oggetto costante dell'attenzione da parte della CGUE). Il secondo è che il grimaldello dell'art. 4, secondo comma, dir. 93/13/CE, che consente il controllo di vessatorietà della clausola sull'oggetto e sul prezzo quando non trasparenti, applicato estensivamente dalla giurisprudenza⁵⁹, finisce a sua volta per consentire al Giudice di interferire in modo diretto con i tratti essenziali dell'autonomia d'impresa⁶⁰.

⁵⁴ Vedi, anche per una sistemazione della materia, A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*², Milano, Wolters Kluwer, 2020.

⁵⁵ Cfr., G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 149 ss.

⁵⁶ Basti pensare che la menzionata sentenza della CGUE, 15 giugno 2023, nel caso *Bank M.* è commentata su *Foro it.*, 2023, 369 ss., da otto (autorevoli) civilisti, senza la partecipazione di alcun giuscommercialista.

⁵⁷ Sulla tendenza della CGUE a porsi come corte civile europea, C. SCHMID, *The ECJ as a Constitutional and Private Law Court. A Methodological Comparison*, *Zentrum für Europäische Rechtspolitik (ZERP) Discussion Paper*, n. 4/2006.

⁵⁸ V., in ottica di analisi economia, già M. GRILLO, M. POLO, *La standardizzazione dei contratti bancari*, in *Conc. merc.*, 1997, 293 ss.; e in relazione ai profili *antitrust*, A. MIRONE, *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza*, Torino, Giappichelli, 2003, 117 ss.

⁵⁹ La potenzialità espansiva della giurisprudenza unionale, sviluppatasi soprattutto in relazione alla vicenda dei finanziamenti indicizzati alla valuta estera, è dimostrata da una recente applicazione in materia di contratti d'opera professionale, in cui è stata giudicata l'abusività di clausole che pur fissino esattamente e chiaramente una tariffa su base oraria, e tuttavia «senza che siano comunicate al consumatore, prima della conclusione del contratto, informazioni che gli consentano di prendere la sua decisione con prudenza e piena cognizione delle conseguenze economiche derivanti dalla conclusione di tale contratto»: CGUE, 12 gennaio 2023, causa C-395/2021, *D.V.* E per le conseguenze della nullità, in specie ritenuta totale, con divieto per il giudice nazionale di sostituire la clausola nulla con una valutazione giudiziale del compenso dovuto, *infra*, nt. 65.

⁶⁰ Cfr., G. D'AMICO, *Mancanza di trasparenza di clausole relative all'oggetto principale del*

e) Peraltro, la stessa dottrina civilistica è oramai orientata a ritenere che la legislazione consumeristica abbia come obiettivo primario la regolazione e lo sviluppo quali-quantitativo del mercato comune, più che la tutela delle fasce più deboli della società in sé⁶¹, legittimando l'interrogativo, che di volta in volta può avere esito diverso, sulla possibilità che singole norme di tale legislazione – come quelle in materia di doveri di consulenza ed assistenza al cliente – abbiano portata espansiva. È anche vero che l'estensione analogica della disciplina consumeristica non è operazione agevole, il che, per alcune questioni in cui la CGUE ha adottato un approccio molto rigido, valorizzando in modo elevato il profilo formale della chiarezza e trasparenza del contratto⁶² (talvolta oltre le esigenze sostanziali di tutela del cliente), finisce per determinare un rilevante disallineamento del livello di tutela tra consumatori e altri clienti deboli (come professionisti intellettuali, microimprese, ecc.), che suscita interrogativi di coerenza del sistema.

f) In questo contesto, la CGUE privilegia un'ottica di massima deterrenza della normativa a tutela dei consumatori, senza particolare attenzione alle tradizionali categorie civilistiche⁶³, ed avallando anzi approcci "atecnici" che potrebbero diffondersi in settori contigui. Basti pensare, sempre in materia di credito al consumo, alla tesi secondo cui la mancanza di chiarezza della clausola ai sensi dell'art. 4, il cui esito negativo legittimerebbe il controllo sullo squilibrio degli elementi essenziali del contratto, avrebbe ad oggetto non solamente il testo della clausola stessa, ma anche il comportamento di fatto dell'impresa nella fase prenegoziale⁶⁴,

contratto e giudizio di vessatorietà (Variazioni sul tema dell'armonizzazione minima), in G. D'AMICO, S. PAGLIANTINI, *L'armonizzazione dell'Unione europea tra principi e regole*, Torino, Giappichelli, 2018, 87 ss.; S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte costituzionale e ABF: "il mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contr.*, 2014, 859 ss.

⁶¹ Fra gli altri, G. COMPARATO, H.-W. MICKLITZ, Y. SVETIEV, *The Regulatory Character of European Private Law*, in *Research Handbook on EU Consumer and Contract Law*, edited by C. TWIGG-FLESNER, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2016, 35 ss. Nel senso che «la qualificazione soggettiva di una delle parti contraenti come consumatore non individua la ragione sistematica di tale disciplina, ma costituisce soltanto una delimitazione (più o meno stringente) del suo ambito di applicazione», P. SIRENA, (nt. 17), 520, il quale ritiene «coerente con la funzione che il diritto privato europeo è chiamato generalmente a svolgere che la disciplina dei contratti stipulati dai consumatori tenda a replicare o a imitare decisioni regolatorie e gli *standards* di vigilanza che sono utilizzati dalle autorità competenti nei confronti delle imprese vigilate» (521).

⁶² Cfr., S. PAGLIANTINI, *I mutui indicizzati ed il mito di un consumatore "costituzionalizzato": la "dottrina" della Corte di giustizia da Arpad Kasler a Dziubak*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1258 ss.

⁶³ V., M.R. MAUGERI, *Post-caducazione da vessatorietà e post-vessatorietà: il caso Bank M.*, in *Foro it.*, 2023, 411, che parla di argomentazioni «poco in linea con il linguaggio a cui il civilista è abituato».

⁶⁴ V., CGUE, 20 settembre 2017, causa C-186/16, *Andriuc*: «L'articolo 4, paragrafo 2, della direttiva 93/13 deve essere interpretato nel senso che il requisito secondo cui una clausola contrattuale deve essere formulata in modo chiaro e comprensibile presuppone che, nel caso dei contratti di

con una commistione di profili tenuti tradizionalmente distinti dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

In particolare, destano perplessità la più recente preferenza della CGUE al carattere totale e non parziale della nullità⁶⁵, in controtendenza rispetto ad altre indicazioni europee, anche di tipo normativo, che sembrerebbero valorizzare le istanze di conservazione del contratto (ritenute determinanti anche dalle Sezioni Unite nella sentenza sulla nullità a valle di intese anticoncorrenziali); ed anche la forte opposizione della CGUE all'utilizzo da parte del giudice di meccanismi sostitutivi volti all'eterointegrazione del contratto⁶⁶.

A volte, peraltro, nelle sentenze della CGUE sembra rinvenirsi proprio quell'approccio di autolegittimazione della giurisprudenza, criticato nell'Opera che si commenta⁶⁷, caratterizzato da un'argomentazione per stratificazioni di precedenti, accompagnata dal ricorso a principi (come quello di tutela del consumatore) che non vengono sempre fatti oggetto di bilanciamento con altri principi⁶⁸, sovente trascurati senza grande timore, come in *Bank M.*, dove la CGUE afferma senza

credito, gli istituti finanziari debbano fornire ai mutuatari informazioni sufficienti a consentire a questi ultimi di assumere le proprie decisioni con prudenza e in piena cognizione di causa. A tal proposito, tale requisito implica che una clausola, in base alla quale il prestito deve essere rimborsato nella medesima valuta estera nella quale è stato contratto, sia compresa dal consumatore non solo sul piano formale e grammaticale, ma altresì in relazione alla sua portata concreta, nel senso che un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, possa non solo essere a conoscenza della possibilità di apprezzamento o deprezzamento della valuta estera nella quale il prestito è stato contratto, ma anche valutare le conseguenze economiche, potenzialmente significative, di una tale clausola sui suoi obblighi finanziari. Spetta al giudice nazionale procedere alle verifiche necessarie al riguardo».

⁶⁵ Vedi CGUE, 3 ottobre 2019, causa C-260/18, *Dziubak*, che ha ritenuto “manipolativa” e pertanto preclusa al legislatore nazionale anche la soluzione dell'integrazione del contratto con il tasso di cambio della Banca centrale (in quel caso polacca), propendendo per la nullità totale e la restituzione delle reciproche prestazioni. E vedi, in altra materia, CGUE, 12 gennaio 2023, (nt. 59), secondo cui il diritto dell'Unione osta a che il giudice nazionale, accertata la abusività della clausola sulla determinazione contrattuale del compenso spettante al professionista, sostituisca la pattuizione dichiarata abusiva con una valutazione giudiziale del compenso dovuto (essendo solamente consentita l'ipotesi poco realistica di una clausola convenzionale che adotti un criterio suppletivo). Sul contrasto di tale prospettiva con i tradizionali principi in materia di prestazione di lavoro autonomo, M. LAMICELA, *Estensione della nullità della clausola abusiva all'intero contratto ed effetti restitutori: nuove ambiguità nelle valutazioni della Corte di Giustizia*, in *Pactum*, 2023, 375 ss. Si veda, altresì, CGUE, 8 settembre 2022, causa C-80/21 a C-82/21, *E.K.* (per la nullità del contratto, valutando insufficiente la caducazione delle clausole che prevedono il pagamento in valuta locale del debito); e in arg., F. MORELLO, *La Corte di Giustizia erode ancora l'eccezione Käsler. Nullità parziale, restituzioni e denegata integrazione del contratto nel mutuo in valuta estera*, in *Pactum*, 2023, 399 ss.

⁶⁶ Cfr., M.R. MAUGERI, *Post-caducazione*, (nt. 63), 407 ss.; P. PERLINGIERI, *L'integrazione dei contratti d'impresa*, in *Riv. dir. priv.*, 2020, 543 ss.; D. FAUCEGLIA, (nt. 21).

⁶⁷ M. LIBERTINI, *Ancora a proposito*, (nt. 7), 195 ss.; Id., (nt. 2), 152.

⁶⁸ Cfr., G. D'AMICO *Appunti per una dogmatica dei principi*, in G. D'AMICO, S. PAGLIANTINI, (nt. 60), 14 ss.

particolari remore che l'interesse alla stabilità dei mercati non rileva perché non può essere perseguito a scapito di una violazione di legge (assunto che può forse condividersi rispetto all'*an* della sanzione, ma non certo alla tipologia di reazione dell'ordinamento)⁶⁹.

Di fronte a questo attivismo, occorre prendere atto – ma questo è oramai un dato assodato – che la giurisprudenza europea va studiata non in ottica di comparazione, ma come fonte sovraordinata del diritto civile e commerciale⁷⁰. E tuttavia, di fronte a paradigmi, logiche argomentative e soluzioni innovative e talora disorientanti, il giurista si trova di fronte ad un dilemma: svolgere il ruolo di voce critica, nel tentativo forse illusorio (ma almeno in parte necessario) di ricondurre la giurisprudenza europea ad un maggiore rigore interpretativo⁷¹; oppure provare un approccio di razionalizzazione che prenda atto delle nuove tendenze, aggiornando il bagaglio dei concetti, e lavorando in certi casi con maggiore fantasia ed apertura sugli spazi concessi dalla normativa nazionale⁷².

Quel che è certo, è che il vincolo del diritto positivo impone di guardare al valore dell'unitarietà dell'ordinamento⁷³, e pertanto, anche di fronte a casi che riguardano singole classi di soggetti (come i consumatori) e/o singole tipologie di contratti (di volta in volta individuati sulla base di tipi, di categorie o di requisiti previsti ad hoc)⁷⁴, è importante che la tenuta delle soluzioni non sia solamente interna, e cioè relativa al caso deciso, ma anche esterna, rispetto alle fattispecie più simili e vicine, in relazione alle quali deve valutarsi la coerenza di armonie e disarmonie⁷⁵.

⁶⁹ Così, in modo *tranchant*, CGUE, 15 giugno 2023, (nt. 56), § 93: «non si può ammettere che i professionisti possano eludere gli obiettivi perseguiti dalla direttiva 93/13 per un motivo di salvaguardia della stabilità dei mercati finanziari. Infatti, spetta agli istituti bancari organizzare le loro attività in modo conforme a tale direttiva».

⁷⁰ M. LIBERTINI, *Le fonti private del diritto commerciale. Appunti per una discussione*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 5), 142 s. (e in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 599 ss.).

⁷¹ In generale, nel senso che gli orientamenti volti a rafforzare oltremodo l'effettività delle norme finiscano spesso per azzerare differenze degne di rilievo, L. MODICA, (nt. 26), 355 ss.

⁷² Vedi, per il superamento della «dogmatica contrapposizione condotta/validità», F. DENOZZA, *Principle vs. Policy: spunti sui contratti a valle e sulla nullità virtuale "regolatoria"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 673, il quale tuttavia osserva come «sia difficile negare l'urgente bisogno di un apparato concettuale che consenta di operare le opportune distinzioni».

⁷³ Vedi M. LIBERTINI, (nt. 2), 136 s.

⁷⁴ V. G. GITTI, *Settorializzazione delle discipline e dimensione oggettiva dei contratti*, in *Contratto, contratti e mercati*, (nt. 15), 323, che distingue discipline «per tipi», «per categorie» e «per oggetti».

⁷⁵ Per la necessità che il bilanciamento di ogni trattamento differenziato delle classi dei soggetti interessati dalla normativa non sia puramente «tecnico», ma coinvolga valutazioni che attengano non solo all'allargamento del mercato, ma anche alla sua efficienza e qualità, F. DENOZZA, (nt. 24), 88

5. Conclusioni.

Un'ultima battuta. Nel saggio del 2020 di commento a tre recenti libri sulla storia del diritto commerciale, l'A. qualifica l'odierna dottrina giuscommerciale come dottrina complessivamente "debole", cui mancherebbe il pregio della stabilità di chiari punti di riferimento, e in particolare delle fonti, che è presupposto dei processi razionali di costruzione di principi e concetti⁷⁶. Non è questa la sede per avvalorare o contestare questo giudizio. Ritengo tuttavia che vada certamente condivisa la strada del contrasto agli specialismi, non solamente per il fine, forse illusorio, di ricreare le basi per una teoria forte dell'impresa, caratterizzata da principi ordinanti condivisi e di agevole utilizzo interpretativo, ma soprattutto perché i nessi tra i diversi profili della disciplina dell'impresa⁷⁷ sono indispensabili anche per una più modesta attività di corretta interpretazione delle norme, visto che alla fine è per l'appunto sempre dell'impresa che si tratta, in tutte le sue forme, in tutte le sue fasi e in tutte le sue relazioni⁷⁸.

ss. Vedi, inoltre, A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti d'impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I, 515 ss.

⁷⁶ M. LIBERTINI, *Passato e presente del diritto commerciale. A propositi di tre libri recenti*, in *Passato e presente del diritto commerciale*, (nt. 5), 96 s. (e in *Quaderni fiorentini per lo studio del pensiero giuridico moderno*, 2020, 735 ss.), in critica a G.B. PORTALE, *Il diritto privato dell'impresa tra "fusioni" e "scissioni" dei codici*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2019, 1 ss.

⁷⁷ Si pensi, in ambito finanziario, al rapporto tra la disciplina della vigilanza e quella del rapporto con i clienti: cfr., G. FAUCEGLIA, (nt. 23), 56, 67 ss.

⁷⁸ Anche se, dall'altro lato, potrebbe simmetricamente rilevarsi che «[a]l contratto, è vero non si sfugge, visto che lì fuori non c'è nient'altro» (F. D'ALESSANDRO, (nt. 12), 536).

In memoriam

Ricordo di Gastone Cottino

In memory of Gastone Cottino

Paolo Montalenti *

Il 4 gennaio 2024 è mancato Gastone Cottino. Speravamo di festeggiare con lui il suo novantanovesimo compleanno, l'8 febbraio di quest'anno.

La sua lunga vita è parsa a noi prematuramente interrotta, per la lucidità invariata del suo pensiero, il costante impegno scientifico – dalla direzione di *Giurisprudenza italiana*, agli ultimi scritti, alla lettura dei lavori delle sue allieve e dei suoi allievi, all'aggiornamento permanente –, l'attenzione attiva ai problemi della società civile e del quadro politico e istituzionale. Fino a pochissimi giorni prima della sua dipartita, il suo profondo impegno civile, il suo straordinario contributo alla scienza giuridica, nell'ambito del diritto commerciale e del diritto civile, la passione per l'attività accademica nel senso più pieno e una vita ricca di affetti e amicizie si sono snodati per quasi un secolo.

Giovanissimo studente universitario ha partecipato con estremo coraggio alla Resistenza e alla Liberazione di Torino, incontrando Paolo Greco, Presidente del CLN del Piemonte, di cui, dopo la guerra, ripresi gli studi, laureatosi nel 1946, diviene assistente volontario.

Professore straordinario nel 1958, insegna a Sassari, poi a Modena e nel 1968 è chiamato alla Cattedra di diritto commerciale alla Facoltà di Giurisprudenza di Torino di cui è stato Preside dal 1994 al 1997 e Professore emerito dal 2005.

Socio dell'Accademia delle Scienze di Torino dal 1990 e socio dell'Accademia dei Lincei, corrispondente dal 2009 e nazionale dal 2023.

Il *fil rouge* che interseca la sua vita accademica, civile e politica trova le sue radici nel pensiero di Gobetti, di Gramsci e nei valori dell'antifascismo, che ha sempre perseguito e diffuso anche alle nuove generazioni: frequenti i suoi incontri con gli studenti del Liceo Gioberti di Torino, in cui fu allievo negli anni Quaranta; da ultimo nel mese di novembre 2023.

La sua produzione scientifica spazia da temi di vertice del diritto civile –

*Professore emerito di diritto commerciale, Università degli Studi di Torino; e-mail: paolo.montalenti@studiomontalenti.it. Ricordo al Convegno di Orizzonti del Diritto Commerciale del 23-24 febbraio 2024.

l'impossibilità sopravvenuta della prestazione, la vendita, il riporto, la permuta, la somministrazione – ai più rilevanti istituti del diritto commerciale, di cui ha mirabilmente tracciato la storia e i fondamenti economico-sociali – le convenzioni di voto, l'impresa pubblica, la democrazia industriale, la riforma delle società di capitali, l'interesse sociale, le società di persone, l'evoluzione del dibattito tra contrattualismo e istituzionalismo (e l'elenco pecca per difetto) –, ai numerosissimi commenti puntuali alla giurisprudenza che ha pubblicato su *Giurisprudenza italiana* di cui dal 1988 è stato attivissimo Direttore.

Di là dalla imponente bibliografia che ciascuno può recuperare, desidero ricordare in particolare due grandi opere.

Anzitutto il *Manuale di Diritto Commerciale*, edito nel 1976 e proseguito in plurime edizioni: un chiaro esempio del suo originale approccio ermeneutico caratterizzato da una preziosa sintesi tra rigore della logica argomentativa e l'attenzione costante, come ho già sottolineato, alle radici storiche, economiche e sociali degli istituti giuridici. Un approccio metodologico innovativo, che si collega al pensiero di grandi Maestri, da Cesare Vivante a Tullio Ascarelli e che ha formato generazioni di studenti e di giovani giuristi; sfociato, da ultimo, nei *Lineamenti del diritto commerciale*, da lui curato sino all'ultima edizione del 2022 e di cui stava curando l'ultimissima edizione.

E ricordo, in secondo luogo, il *Trattato di Diritto Commerciale*, da lui diretto, terreno di approfondimento e di crescita, sotto la sua guida, di allieve ed allievi.

Mi piace ancora invitare tutti alla lettura della sua Relazione introduttiva al Convegno per i 120 anni della *Rivista di Diritto Commerciale*, del 6 giugno 2023, in corso di pubblicazione: un esempio di chiarezza, di profondità di analisi, di visione prospettica, di eleganza di stile che – fino all'ultimo – ha caratterizzato le sue opere.

Come già ebbi modo di sottolineare nella mia ultima lezione, egli ha unito la ricerca scientifica, le attività preziose nella società civile e nelle istituzioni, l'impegno politico, ad una dedizione profonda e costante alla crescita dei giovani, dagli studenti alle sue allieve e ai suoi allievi.

La sua didattica scintillante, pur nel rigore scientifico, ha affascinato generazioni di studenti.

Maestro di tutti noi – credo di poterlo dire – ha fondato una Scuola.

Frequentemente, in interventi giornalistici, in dibattiti televisivi o in conversazioni comuni si sente evocare l'Accademia e in particolare le "Scuole" come luoghi deviati da nepotismo, lobbismo, favoritismo in pregiudizio del merito.

Non metto in dubbio che possano essersi verificati episodi negativi o addirittura illeciti.

Ma rappresentano, a mio parere, episodi isolati.

Le "Scuole" sono altro: in tutto il mondo sono luoghi di incontro scientifico, di confronto dialettico, di formazione progressiva, in cui uno studioso – il Maestro – o più studiosi – i Maestri – oppure, se si vuole ripudiare un termine antico, studio-

si formati, autorevoli e impegnati trasmettono ai più giovani conoscenze, metodo, strumenti di formazione e passione per la scienza.

Gastone Cottino è stato per le sue allieve e per i suoi allievi una guida sicura di cui dobbiamo essergli grati; una “Scuola” intesa come comunità scientifica in cui Gastone ha tracciato linee comuni, ma sempre nel pieno rispetto delle opinioni, anche non strettamente giuridiche, di ciascuno, fermi restando i valori che la Resistenza – non posso non sottolinearlo – ci ha consegnato.

Ci ha indirizzati alla ricerca, ci ha orientati nella scelta delle aree di indagine, ha letto i nostri scritti, ha formulato critiche attente, a volte severe, ha seguito i nostri percorsi accademici e anche personali. Ci ha riuniti quasi settimanalmente, anche nel ricordo della tradizione di Paolo Greco, per confronti critici su contributi dottrinali e giurisprudenziali che egli indicava alla nostra lettura.

Ha fondato i *Laboratori di Diritto commerciale*, agili incontri scientifici con accademici illustri, giovani studiosi, professionisti in particolare su temi di attualità: uno strumento prezioso per confronti qualificati ma liberi da eccessivi formalismi organizzativi e quindi occasioni di stimolo immediato alla riflessione scientifica e pratica.

Allieve ed allievi hanno sviluppato orientamenti scientifici in parte comuni, in parte diversi: dalle società azionarie alla s.r.l., alle cooperative; dai mercati finanziari al diritto fallimentare, al diritto bancario, ai contratti commerciali e, *last but not least*, al diritto industriale.

L’elenco delle allieve e degli allievi di Gastone Cottino rischia soltanto di peccare per omissioni, se partiamo da Renzo Costi per arrivare alle ultime generazioni.

E nello spirito più apprezzabile dell’Accademia come comunità scientifica Gastone Cottino ha sempre intrattenuto intensi rapporti sia con colleghi autorevoli di altre Università sia con i giovani studiosi le cui opere leggeva e commentava.

La vicinanza affettuosa con tanti di noi nei momenti felici ed anche difficili dell’esistenza di ciascuno è un dono prezioso che non possiamo dimenticare.

La Direzione di Orizzonti mi ha invitato a tenere questo ricordo nella nostra assemblea annuale; è il ricordo di tutta la Scuola e vuole essere la testimonianza non formale, non retorica, non curiale di un patrimonio di valori scientifici, civili ed umani che egli ci ha consegnato e che mi auguro proseguano e si rafforzino nel futuro dell’Università.

