

ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

3/2023

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

Direttore FRANCESCO DENOZZA



G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 3/2023

Orizzonti del
Diritto Commerciale



3/2023

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, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvo-
sa, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta
Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Emanuele Cusa, Giacomo D'Atorre,
Michele de Mari, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio,
Massimo Fabiani, Giuseppe Ferri, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampao-
lino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri,
Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Gior-
gio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Paolo
Montalenti, Mario Notari, Stefania Pacchi, Michele Perrino, Paolo Piscitello,
Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Pierpaolo Sanfilippo, Re-
nato 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 Vel-
la, Andrea Vicari.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista **ODC**

3/2023

Estratto cartaceo di
Orizzonti del diritto commerciale – Rivista telematica,
in occasione del decimo anno dalla sua fondazione



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

Publicato on-line nel mese di gennaio 2024

Indice

Table of Contents

pag.

Il Convegno per i dieci anni della Rivista: *Shareholder value e consumer welfare*: due teorie “neoliberali” al tramonto?

The Conference for the 10th Anniversary of our Journal: Shareholder value and consumer welfare: two “neoliberal” theories declining?

FRANCESCO DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali* 587

Consumer welfare and shareholder value: common roots, limits and flaws of two neoliberal theories

MATTEO RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori* 630

The evolution and role of non-financial information between disclosure duties and management obligations

LORENZO SACCONI, *Governo d'impresa sostenibile e nuova analisi economica del diritto* 642

Sustainable corporate governance and new law & economics

ANNA GENOVESE, SERENELLA ROSSI, *Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria* 698

Concluding remarks on the purposes of non-financial information

VINCENZO DI CATALDO, *Il diritto come scienza sperimentale: verso il superamento delle teorie dello shareholder value e del consumer welfare* 711

Law as an empirical science. Going beyond the shareholder value and the consumer welfare theories

	<i>pag.</i>
GIUSEPPE COLANGELO, <i>Le price parity clauses tra analisi economica e cattura regolatoria</i>	714
<i>Price parity clauses between economic analysis and regulatory capture</i>	
MICHELE GRILLO, <i>Consumer welfare as antitrust goal. A note</i>	726
<i>Il consumer welfare come finalità antitrust. Una nota</i>	
ALESSANDRA ZANARDO, <i>Il «consumer welfare approach» nei recenti documenti della Commissione europea in materia di antitrust</i>	739
<i>The ‘consumer welfare approach’ in the recent antitrust documents of the European Commission</i>	
ILARIA CAPELLI, <i>Le politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate tra la massimizzazione del valore per gli azionisti e il perseguimento della sostenibilità ambientale e sociale: un percorso ancora agli inizi</i>	755
<i>The Directors’ compensation policies in public companies between the shareholder value maximization and the environmental and social sustainability: a path at early stage</i>	
MONICA COSSU, <i>Stakeholders Theory, obiettivi ESG e interesse sociale</i>	783
<i>Stakeholders Theory, ESG targets and social interests</i>	
ANDREA PERRONE, DANILO SEMEGHINI, <i>Oltre lo shareholder value. Verso nuove regole per la composizione degli interessi nella grande impresa azionaria</i>	805
<i>Beyond shareholder value. Towards new rules to balance interests in large corporations</i>	
ROBERTO SACCHI, <i>I fondi non salveranno il mondo, lasciano che a farlo siano i loro clienti</i>	818
<i>Funds will not save the world, they will let their clients do it</i>	
PAOLO GIUDICI, <i>Systematic stewardship, common ownership: i grandi gestori di patrimoni e “l’internalizzazione delle esternalità”</i>	822
<i>Systematic stewardship, common ownership: large asset managers and the ‘internalisation of externalities’</i>	

	<i>pag.</i>
MARCO MAUGERI, <i>Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”</i> <i>Institutional investors and “responsible” capitalism</i>	836
CRISTOFORO OSTI, <i>Consumer welfare as antitrust standard: a primer</i> <i>Il benessere del consumatore come parametro antitrust: un viatico</i>	853
ANDREA PEZZOLI, <i>La nuova stagione delle concentrazioni verticali e conglomerati</i> <i>The new season of vertical and conglomerate mergers</i>	872
MARIO SIRAGUSA, <i>Antitrust e consumer welfare alla prova della doppia transizione ecologica e digitale</i> <i>Antitrust and consumer welfare, facing the twin environmental and digital transitions</i>	884

Saggi

Articles

FRANCESCO BRIZZI, <i>Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell’art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni</i> <i>Offer to the public and transfer of shares of s.r.l. following the amendment of Article 100-ter T.U.F.: some initial reflections</i>	894
GIUSEPPE GALLUCCIO, <i>La modifica unilaterale di clausole valorizzate “a zero”. Riflessioni sulle più recenti prassi applicative in materia di ius variandi nei contratti bancari</i> <i>The unilateral amendment of clauses valued “at zero”. Reflections on the most recent applications regarding the ius variandi in banking contracts</i>	928
FILIPPO VIOLA, <i>Sul problematico coinvolgimento dei soci nella decisione di accedere ad uno strumento di regolazione della crisi e dell’insolvenza</i> <i>On the problematic involvement of shareholders in the decision to access an insolvency plan procedure</i>	974

pag.

Temi e dibattiti

Comments and analysis

LORENZO BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions, mergers, and divisions*

994

La tutela dei soci nelle trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere

*Il Convegno per i dieci anni
della Rivista:*

*Shareholder value e consumer welfare:
due teorie “neoliberali” al tramonto?*

*The Conference for the 10th Anniversary
of our Journal:*

*Shareholder value and consumer welfare:
two “neoliberal” theories declining?*

Programma del convegno
The conference programme

Relazione introduttiva - *Keynote speech*

FRANCESCO DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali* (Consumer welfare and shareholder value: common roots, limits and flaws of two neoliberal theories)

La funzione dell'informazione: oltre la trasparenza (il caso dell'informazione non finanziaria)
- *The function of information: beyond transparency. The case of non-financial information*

CARLO ANGELICI, *Presidente (Chair)*

MATTEO RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori* (*The evolution and role of non-financial information between disclosure duties and management obligations*)

LORENZO SACCONI, *Governo d'impresa sostenibile e nuova analisi economica del diritto* (Sustainable corporate governance and new law & economics)

ANNA GENOVESE, SERENELLA ROSSI, *Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria* (Concluding remarks on the purpose of non-financial information)

Intese verticali e pratiche escludenti nell'era delle piattaforme digitali - *Vertical agreements and exclusionary practices in the age of digital platforms*

VINCENZO DI CATALDO, *Presidente (Chair)*

VINCENZO DI CATALDO, *Il diritto come scienza sperimentale: verso il superamento delle teorie dello shareholder value e del consumer welfare regolatoria* (Law as an empirical science. Going beyond the shareholder value and the consumer welfare theories)

GIUSEPPE COLANGELO, *Le price parity clauses tra analisi economica e cattura regolatoria* (Price parity clauses between economic analysis and regulatory capture)

MICHELE GRILLO, *Consumer welfare as antitrust goal. A note* (Il consumer welfare come finalità antitrust. Una nota)

ALESSANDRA ZANARDO, *Il «consumer welfare approach» nei recenti documenti della Commissione europea in materia di antitrust* (The 'consumer welfare approach' in the recent antitrust documents of the European Commission)

Governance e gestione dei rischi - *Governance and risk management*

PAOLO MONTALENTI, *Presidente (Chair)*

ILARIA CAPELLI, *Le politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate tra la massimizzazione del valore per gli azionisti e il perseguimento della sostenibilità ambientale e sociale: un percorso ancora agli inizi* (The Directors' compensation policies in public companies between the shareholder value maximization and the environmental and social sustainability: a path at early stage)

MONICA COSSU, *Stakeholders Theory, obiettivi ESG e interesse sociale* (Stakeholders Theory, ESG targets and social interests)

ANDREA PERRONE, DANILO SEMEGHINI, *Oltre lo shareholder value. Verso nuove regole per la com-*

posizione degli interessi nella grande impresa azionaria (Beyond shareholder value. Towards new rules to balance interests in large corporations)

Il ruolo dei soci nella governance e gli investitori istituzionali - *The role of shareholders in governance and institutional investors*

ROBERTO SACCHI, *Presidente (Chair)*

ROBERTO SACCHI, *I fondi non salveranno il mondo, lasciano che a farlo siano i loro clienti (Funds will not save the world, they will let their clients do it)*

PAOLO GIUDICI, *Systematic stewardship, common ownership: i grandi gestori di patrimoni e "l'internalizzazione delle esternalità" (Systematic stewardship, common ownership: large asset managers and the 'internalisation of externalities')*

MARCO MAUGERI, *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile" (Institutional investors and "responsible" capitalism)*

La nuova stagione delle concentrazioni verticali e conglomerati - *The new season of vertical and conglomerate mergers*

MARIO LIBERTINI, *Presidente (Chair)*

CRISTOFORO OSTI, *Consumer welfare as antitrust standard: a primer (Il benessere del consumatore come parametro antitrust: un viatico)*

ANDREA PEZZOLI, *La nuova stagione delle concentrazioni verticali e conglomerati (The new season of vertical and conglomerate mergers)*

MARIO SIRAGUSA, *Antitrust e consumer welfare alla prova della doppia transizione ecologica e digitale (Antitrust and consumer welfare, facing the twin environmental and digital transitions)*

Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali

Consumer welfare and shareholder value: common roots, limits and flaws of two neoliberal theories

Francesco Denozza*

ABSTRACT:

Le teorie costruite intorno alle nozioni di *shareholder value* (nel diritto societario) e di *consumer welfare* (nel diritto antitrust) hanno comuni radici teoriche. Entrambe si appoggiano sulla teoria dei prezzi applicata al diritto e sull'apparato concettuale generale elaborato dalla analisi economica del diritto. Entrambe si configurano come neoliberali in vari sensi: promuovono la generalizzazione di logiche di mercato e, là dove possibile, la diffusione di pratiche mercantili; privilegiano una concezione puramente quantitativa dello sviluppo; sostengono la prevalenza delle esigenze allocative su quelle distributive.

Anche la critica si appunta su difetti comuni ad entrambe: la nozione di massimizzazione del benessere riferita a gruppi (i soci da una parte e i consumatori dall'altra) che comprendono soggetti con preferenze diverse e spesso configgenti non ha senso (tanto più in assenza di ogni tentativo di costruire una funzione di benessere sociale in grado di pesare gli interessi dei vari membri di ciascun gruppo e di realizzare gli appropriati compromessi); la focalizzazione sulle singole transazioni isolate dal contesto generale, ignora rilevanti esternalità ed effetti sistemici; la disattenzione nei confronti degli aspetti dinamici, specie quelli connessi all'evoluzione del potere economico, ingenera *short-termism* e miopia.

Il superamento dei problemi creati dall'egemonia esercitata nell'ultimo mezzo secolo, o quasi, da queste due teorie, richiede una più realistica e comprensiva analisi degli interessi rilevanti e il recupero di un'idea banale, ma fondamentale. Le norme non hanno solo effetti misurabili in termini economici, ma hanno soprattutto effetti sociali. La scelta tra l'uno o l'altro modo di regolare un rapporto sociale in definitiva condensa un giudizio che riguarda il tipo di società in cui ciascuno preferirebbe vivere. Una questione non di prezzi, ma di giudizi di valore.

The theories built around the concepts of shareholder value (in corporation law) and consumer welfare (in antitrust law) share common theoretical roots. Both rely on the applica-

* Professore emerito di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; e-mail: francesco.denozza@unimi.it.

tion of price theory to legal problems and on the general conceptual apparatus developed by the economic analysis of law. Both qualify as neoliberal in many senses: they support a generalization of market logics and, where possible, the diffusion of market practices; they privilege a purely quantitative conception of development; they prioritize allocative goals over distributional ones.

Criticism also points to flaws common to both: the notion of welfare maximization referred to groups (shareholders on the one hand and consumers on the other) including individuals with different, and often conflicting, preferences does not make sense (even more so in the absence of any social welfare analysis able of weighing and trading-off the interests of the various members of each group); the focus on single transactions isolated from the general setting ignores significant externalities and systemic effects; inattention to dynamic processes, especially to the evolution of economic power relations, generates short-termism and myopia.

Overcoming the problems created by the hegemony of these two theories in the last half century or so, requires a more realistic and comprehensive analysis of the relevant interests and the recovery of a simple but fundamental idea. Legal rules not only have measurable effects in economic terms, but above all they have social effects. The choice between one or another way of regulating a social relationship ultimately condenses a judgment regarding the kind of society one would prefer to live in. Not a matter of prices, but a matter of value judgments.

SOMMARIO:

1. Le “culture” dello *shareholder value* e del *consumer welfare*. – 2. Le comuni radici neoliberali delle due teorie. – 3. Il diritto, la “mano invisibile” e l’equilibrio economico generale. – 4. Gli strumenti concettuali: la massimizzazione quantitativa e la centralità della transazione. – 5. Il potere economico, il ruolo delle istituzioni e i canoni per l’elaborazione e l’interpretazione delle norme. – 6. Lo *shareholder value*. a) Indeterminatezza e incongruenza; b) Esternalità ed effetti sistemici; c) Potere economico, *short-termism* e miopia; d) Una prospettiva di allargamento del novero degli interessi rilevanti. – 7. Il *consumer welfare*. a) Indeterminatezza e incongruenza; b) Esternalità ed effetti sistemici; c) Potere economico, *short-termism* e miopia; d) Una prospettiva di allargamento del novero degli interessi protetti. – 8. Poteri economici privati e ruolo dei consumatori e dei soci. – 9. Le “esternalità sociali”: massimizzazione dell’*output* e valorizzazione delle azioni non garantiscono l’aumento del benessere complessivo. – 10. Le prospettive.

1. Le “culture” dello *shareholder value* e del *consumer welfare*.

I concetti di “*shareholder value*” e di “*consumer welfare*” evocano due teorie (o due gruppi di teorie) che, per quasi mezzo secolo¹, hanno dominato il dibattito

¹ Le due teorie sono, tra l’altro, accomunate dalla cronologia della loro ascesa e, forse, anche da quella dell’inizio del loro possibile declino. Quanto all’ascesa, possiamo ricordare, per quanto attie-

internazionale (sia pure con fasi alterne, e con differenti resistenze a seconda dei diversi sotto-settori e dei diversi ordinamenti²) nei rispettivi ambiti.

ne allo *shareholder value* il famoso articolo di Friedman (M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *N.Y. Times*, Sept. 13, 1970, *Sunday Magazine*, 32) sullo scopo della società per azioni, comunemente considerato come la fonte teorica dell'orientamento che focalizza l'attenzione sul rapporto tra *manager* e soci e sull'orientamento al profitto dell'attività dei *manager* (B. CHEFFINS, *Stop Blaming Milton Friedman!*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, 2020, 9, che mette peraltro in discussione il fondamento di questa diffusa opinione). Negli anni immediatamente precedenti erano stati pubblicati vari contributi di Henry Manne (v. in particolare H. MANNE, *Current Views on the Modern Corporation*, in *U. Detroit L. J.*, 1960, 559; ID., *The "Higher Criticism" of the Modern Corporation*, in *Columbia L. Rev.*, 1962, 399; ID., *Our two corporation systems: Law and economics*, in *Virginia L. Rev.*, 1967, 259) in quelli immediatamente successivi verranno pubblicati gli altrettanto famosi articoli in cui vengono impostati e sviluppati i fondamenti teorici della tesi che definitivamente porterà la massimizzazione dello *shareholder value* al centro dell'elaborazione dei problemi della disciplina della *corporation* (A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in *The American Econ. Rev.*, 1972, 777; M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure* in *J. of financial econ.*, 1976, 305).

Agli anni Sessanta del secolo scorso risale anche la pubblicazione di vari articoli in materia di antitrust in cui Robert Bork (R. BORK, *Legislative intent and the policy of the Sherman Act*, in *The J. of L. and Econ.*, 1966, 7; ID., *A Reply to Professors Gould and Yamey*, in *Yale L. J.*, 1966, 731. ID., *The goals of antitrust policy* in *The American Econ. Rev.*, 1967, 242; ID., *Resale price maintenance and consumer welfare*, in *Yale L. J.*, 1968, 950) espone le tesi che poi saranno riprese nel suo famoso lavoro del 1978 (R. BORK, *The Antitrust Paradox: A Policy at War with Itself*, New York, Basic Books, 1978) rimasto da allora in poi il punto di riferimento fondamentale dei sostenitori della teoria della massimizzazione del *consumer welfare* (i semi di questa rivoluzione in ambito antitrust erano stati come è noto piantati diversi anni prima dalla coppia Director e Levi che già nel 1956 avevano pubblicato un lavoro programmaticamente molto importante, v. A. DIRECTOR, E. LEVI, *Law and the future: Trade regulation*, in *Northwestern U. L. Rev.*, 1956, 281).

Quanto al possibile declino, o, per lo meno, alla possibile radicale revisione dei loro elementi caratterizzanti, possiamo anche qui indicare una data precisa: il 2019, che è l'anno in cui negli Stati Uniti, luogo di nascita e culla delle teorie in questione, vede la luce l'ormai famosissimo *statement* della *Business Roundtable* sullo scopo della *corporation* ed è anche l'anno in cui un gruppo di studiosi del diritto *antitrust* decide di prendere ufficialmente una posizione comune, pubblicando un manifesto, il c.d. *Utah Statement*, in cui vengono indicati gli scopi che il diritto antitrust dovrebbe perseguire, in aperta polemica – per la prima volta così radicalmente dopo decenni – con le tesi dominanti di cui la nozione di *consumer welfare* rappresenta il pilastro. Il 3 giugno 2019 è anche il giorno in cui le Agenzie federali annunciano che intendono investigare sui possibili comportamenti anticompetitivi dei giganti tecnologici il che «... could lead to the first overhaul of antitrust rules in decades» così C. KANG, D. STREITFELD, A. KARNI, *Antitrust Troubles Snowball for Tech Giants as Lawmakers Join In*, in *The New York Times*, June, 3, 2019.

² È ovviamente difficile misurare il successo delle due teorie nei vari ordinamenti. Con riferimento al *consumer welfare*, dati più precisi a testimonianza del suo successo possono essere ricavati dall'esame degli orientamenti dichiarati dalle Autorità nei vari stati incaricate di implementare le politiche antitrust; v. ad es. l'indagine condotta da ICN, *Competition Enforcement and Consumer Welfare. Setting the agenda*, 10th annual conference, The Hague, 2011, che diede il seguente risultato (p. 6): «A majority of Authorities state that their national legislation refers either directly or indirectly to consumer welfare. A majority of Authorities also refer to consumer welfare in their mis-

Il concetto di *shareholder value* evoca la concezione della società per azioni come una serie (un “*nexus*” si usa dire) di contratti, in cui il ruolo fondamentale è svolto da quello con cui gli investitori/soci vincolano i *manager*/amministratori a perseguire l’obiettivo di soddisfare al meglio il loro interesse alla massima valorizzazione dei loro investimenti³.

Sul concetto di *consumer welfare* è costruita invece la teoria che in ambito *antitrust* pretende di valutare la liceità delle pratiche delle imprese non in base alla loro idoneità a restringere la concorrenza, nel senso in cui tradizionalmente è intesa, ma in base alla loro capacità di aumentare, o diminuire, il benessere dei consumatori (o, secondo molti, non il benessere dei consumatori, ma il benessere totale⁴).

sion statements. In fact, of the 57 Authorities who sent responses, only one Authority answered that it does not refer to consumer welfare in its mission statement, legislation, or the goal of its Authority». Sempre con riferimento al *consumer welfare* non c’è dubbio che questa prospettiva ha avuto un grandissimo successo negli Stati Uniti e una certa diffusione nell’Unione Europea, soprattutto dopo la svolta verso quello che viene chiamato il “*more economic approach*”. Quanto quest’ultima si sia avvicinata al modello americano è però controverso (in argomento v. tra i più recenti, A. WITT, *The European Court of Justice and the More Economic Approach to EU Competition Law—Is the Tide Turning?*, in *The Antitrust Bulletin*, 2019, 172). Almeno a livello di dichiarazioni di principio, il riferimento alla difesa della struttura del mercato è in genere affiancato al riferimento al *consumer welfare* e non è stato mai del tutto abbandonato. V. ad es., CGUE, 6 ottobre 2009, causa C-501/06, *P GlaxoSmithKline Services Unlimited v Commission and Others*, par. 63. V. anche CGUE, 4 giugno 2009, causa C-8/08, *T-Mobile Netherlands and Others*, par. 31, 36, 38-39.

Su *shareholder value*, *shareholder primacy* e *nexus of contracts theory* in Europa, v. B. SJÄFJELL, A. JOHNSTON, L. ANKER-SØRENSEN, D. MILLON, *Shareholder primacy: the main barrier to sustainable companies*, 2015, reperibile a <https://ssrn.com/abstract=2664544>; B. VAN APeldoorn, *The Rise of Shareholder Capitalism in Continental Europe*, “*XVIII World Congress of the International Political Science Association*”, 2000, 1; L. HORN, *How did we end up here? The rise of shareholder value in EU corporate governance regulation*, in *The Sustainable Company: a new approach to corporate governance*, ed. by S. VITOLS, N. KLUGE, Brussels, ETUI, 2011, 39; B. VAN APeldoorn, L. HORN, *The transformation of corporate governance regulation in the EU: from harmonization to marketization*, in *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, London-New York, Routledge, 2019, 99.

³ Come giustamente rilevato da M. EISENBERG, *The Conception that the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in *J. Corp. L.*, 1998, 819, i vari elementi di questa tesi (*nexus of contract*, *shareholder primacy*, *shareholder value*) non si implicano a vicenda e anzi ben possono entrare in tensione l’uno con l’altro. Ad es. il riferimento al contratto sembrerebbe precludere ad una considerazione paritaria dei vari contraenti e non alla supremazia di alcuni su altri (il diritto dei contratti non si pone in genere l’obiettivo di favorire una categoria di contraenti, ad es. i venditori, a scapito di altra, ad es. i compratori).

⁴ La definizione della esatta portata e degli effettivi obiettivi della teoria del *consumer welfare* ha dato origine ad una risalente ed intensa discussione in cui la tesi che valorizza il riferimento letterale al benessere dei consumatori si contrappone ad altre tesi, e in particolare ad una che ritiene che ci si debba invece riferire al benessere totale. Anche con riferimento alla grandezza immediata che dovrebbe fungere da indice del benessere esistono discussioni tra chi valorizza soprattutto l’andamento dell’*output* del prodotto sul mercato considerato, e chi considera rilevante che tale aumento

L'influenza, e la significatività, delle due teorie in questione va molto al di là di eventuali conteggi delle esplicite integrali accettazioni di cui sono riuscite a godere. Entrambe hanno contribuito a spostare il baricentro della problematica considerata, nelle rispettive materie, rilevante.

La teoria del *consumer welfare* ha spostato il baricentro della problematica *antitrust* dalla difesa generale della struttura concorrenziale dei mercati, verso l'esame degli effetti immediati che singole pratiche possono avere sui consumatori in esse coinvolti, e, quindi, da una esaltazione e valorizzazione del diritto *antitrust* come una sorta di costituzione economica⁵, verso una specificazione, e un netto ridimensionamento, della sua funzione e degli ambiti del suo possibile intervento⁶.

Fenomeno analogo si è verificato con riferimento alla società per azioni. Guardando, ad esempio, a ciò che è successo nel nostro sistema, si potrà forse constatare che i sostenitori della teoria dello *shareholder value* disposti ad applicarne coerentemente i rigidi schemi di ragionamento non sono moltissimi, ma credo che, nonostante ciò, nessuno possa negare che l'orientamento complessivo nei confronti della disciplina della società per azioni è evoluto proprio nel senso indicato dai sostenitori di quella teoria, e cioè verso l'abbandono di una concezione che considerava la società per azioni come un fenomeno di rilevanza sostanzialmente pubblica, e la sua disciplina come tendenzialmente inderogabile⁷, e

sia prodotto da una diminuzione dei prezzi e non da altri fattori. La letteratura in argomento è sterminata v. comunque per una prima informazione, S. SALOP, *Question: what is the real and proper antitrust welfare standard-answer: the true consumer welfare standard*, in *Loy. Consumer L. Rev.*, 2009, 336; B. ORBACH, *The antitrust consumer welfare paradox* in *J. of Competition L. and Econ.*, 2011, 133, 161; H. HOVENKAMP, *Is Antitrust's Consumer Welfare Principle Imperiled?* in *J. Corp. L.*, 2019, 45; ID., *On the Meaning of Antitrust's Consumer Welfare Principle*, in *Revue Concurrentialiste* (Jan. 17, 2020), *U of Pennsylvania, Inst for Law & Econ Research Paper*, 2020, 16.

Esiste anche chi ritiene che questo dibattito teorico sia in pratica largamente irrilevante, v. K. HEYER, *Consumer welfare and the legacy of Robert Bork*, in *The J. of L. and Econ.*, 2014, 31 «The volume and complexity of the academic debate on the general welfare vs. consumer welfare question creates an impression of policy significance that is completely belied by the case law, and largely by government enforcement policy. Few if any decisions have turned on the difference».

⁵ *N. Pac. Ry. Co. v. United States*, 356 U.S. 1958, 1, 4, qualificava il diritto *antitrust* «comprehensive charter of economic liberty».

⁶ «... we are living through the error costs of underenforcement, and we owe it to our future to learn from those mistakes and take action to correct our path». Così J. KANTER, *Assistant Attorney General Jonathan Kanter Delivers Remarks at New York City Bar Association's Milton Handler Lecture New York, NY, Wednesday, May 18, 2022*.

⁷ «... a partire dagli anni '90 si registra una progressiva attenuazione dei principi di ordine pubblico in tema di struttura giuridica delle società di capitali...», così A. GAMBINO, D.U. SANTOSUOSO, *Società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2018, 13. M. LIBERTINI, *La nuova disciplina delle società*, 2021, 232, in https://www.academia.edu/72575485/La_nuova_disciplina_delle_società, esaminando lo sfondo culturale della riforma del 2003, rileva che «Il ruolo della legislazione viene quindi ideologicamente rivisto in funzione servente rispetto al pieno dispiegarsi dell'autonomia pri-

verso l'adozione, invece, di una concezione in cui la società per azioni è considerata come uno strumento (sia pure particolarmente importante e complesso) dell'autonomia privata, e la relativa disciplina come volta a facilitare e, nel caso, a simulare, gli esiti dei processi di mercato⁸.

Il compito dell'istituzione cessa, in queste visioni, di essere quello di imporre i modelli ritenuti maggiormente conformi all'interesse pubblico economico, e diventa quello di aiutare l'autonomia privata ad esplicarsi correttamente, rimuovendo gli eventuali ostacoli che avesse ad incontrare.

In conclusione, entrambe le teorie convergono verso una valorizzazione della libertà d'azione degli operatori economici e verso una correzione delle finalità dell'intervento pubblico di integrazione e di controllo dell'attività economica privata, intervento anch'esso sottoposto ad una logica di tipo mercantile⁹.

2. Le comuni radici neoliberali delle due teorie.

Le due teorie condividono comuni radici culturali e si servono di apparati concettuali strettamente simili¹⁰. Si tratta della cultura che ispira, e delle categorie teoriche elaborate da, due precisi correnti di pensiero: l'analisi economica del diritto (EAL) e la nuova economia istituzionale (NIE).

Almeno quattro elementi giocano qui un ruolo centrale: 1) la generalizzazione di logiche e, là dove possibile, la diffusione di pratiche, di tipo mercantile; 2) una concezione puramente quantitativa dello sviluppo; 3) la prevalenza delle esigenze allocative su quelle distributive; 4) la tendenza a leggere problemi sistemici come problemi del soggetto.

vata». V. anche P. MONTALENTI, *La società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403, 411, il quale sottolinea i nuovi equilibri tra libertà e autorità realizzati dalla riforma del 2003.

⁸ «The corporation became a pure creature of the market rather than a creature of government, exempting it from any duty to the public, or accountability to the public, or even publicity to the public, and rendering it eligible for a raft of constitutional rights, including electioneering rights», così D. CIEPLEY, *Beyond public and private: Toward a political theory of the corporation*, in *American Political Science Rev.*, 2013, 139 s.

⁹ Il neoliberalismo «turns the market into a norm for government action, dictating market-like forms of government...[whereby] social problems are best governed by creating markets or market-like institutions». così P. ZUIDHOF, *Thinking like an economist: The neoliberal politics of the economics textbook*, in *Rev. of Social Econ.*, 2014, 157, 162 s.

¹⁰ Il punto sembra oggi abbastanza pacifico, V, ad es., recentemente, A. KOVVALI, *Stakeholderism Silo Busting*, in *U. of Chicago L. Rev.*, 2022, 203, 214: «The various fields of business law underwent a significant re-alignment beginning in the 1970s, as each became focused more clearly on particular constituencies. There was plainly a common intellectual and political infrastructure behind the changes in the different fields, with much of it built at the University of Chicago».

1) La centralità del riferimento alla libertà mercantile è già stata sottolineata pocanzi. Qui vale la pena ricordare ancora che la centralità del mercato giustifica non solo azioni volte a favorire il funzionamento ottimale e indisturbato di meccanismi effettivi di mercato (con correlativa presentazione delle disfunzioni del mercato come fenomeno occasionale e circoscritto, c.d. *market failure*), ma opera anche, e forse soprattutto, nel senso dell'espansione e della generalizzazione, in ogni ambito possibile, di una logica tipicamente mercantile (sul punto v. anche *infra*, nt. 14 e relativo testo).

2) Quanto alla concezione dello sviluppo, il problema sembra essere solo quello di favorire il successo dei tentativi dei privati di massimizzare ciascuno il proprio personale benessere. L'idea è che da una somma di massimizzazioni non possa derivare altro che una continua crescita del benessere complessivo. Lo sviluppo è visto come un fatto puramente quantitativo.

3) I problemi distributivi vengono esorcizzati mediante una arbitraria aggregazione dei benessere dei vari soggetti coinvolti. Viene costruito sia nelle spa, che nell'*antitrust*, una sorta di "agente rappresentativo" che diventa l'unico portatore di interessi considerati rilevanti e l'unico destinatario della finalità di protezione della disciplina.

In un caso si tratta del socio interessato a massimizzare in qualsiasi modo il valore del proprio investimento, nell'altro si tratta del consumatore interessato a massimizzare il consumo reso possibile dal suo reddito. I problemi distributivi sembrano allora secondari: se tutti vogliono soldi, il problema principale, se non esclusivo, sembra quello di produrre più ricchezza.

4) Quanto al problema del rapporto tra il soggetto e la realtà oggettiva, mi sembra che anche qui si manifesti una tendenza del pensiero neoliberale che consiste nel "soggettivizzare" i problemi sistemici e sociali (è il soggetto che deve farsi carico di investire su se stesso per rendersi adatto alle esigenze del mercato del lavoro; è il soggetto che deve pensare a rendersi *resilient* nei confronti degli eventi negativi da cui lo stato non è più in grado di metterlo al sicuro, ecc.)¹¹.

Nel nostro ambito, constatata l'attuale incapacità dei mercati di produrre un contesto in cui sia possibile operare sulla base di semplici scelte che verranno armonizzate dalla mano invisibile, i problemi di disfunzione dei mercati vengono letti e presentati come problemi che riguardano in realtà il soggetto, e che sono riconducibili ad ignoranza, miopia, razionalità limitata, malizia, ecc.

¹¹ Su questi temi v. J. HACKER, *The great risk shift: The assault on American jobs, families, health care and retirement and how you can fight back*, Oxford, Oxford University Press, 2006; D. CHANDLER, J. REID, *The neoliberal subject: Resilience, adaptation and vulnerability*, London, Rowman & Littlefield, 2016.

3. Il diritto, la “mano invisibile” e l’equilibrio economico generale.

A me sembra che il modo in cui questi problemi (mercato e sue disfunzioni; sviluppo; problemi distributivi; soggetto) sono impostati e trattati, sia frutto di una evoluzione che ha operato in profondità. La mia tesi è che entrambe le teorie in questione cercano di porre rimedio allo stesso problema, e cioè alla oramai conclamata impossibilità di conciliare la realtà dei mercati con il modello ideale di mercato cui fanno riferimento tanti discorsi che ne esaltano pregi e virtù, e cioè il modello di mercato in cui operano tante piccole imprese in forte concorrenza tra loro, nessuna in grado di imporre prezzi o altre condizioni, e dove tutto è quindi affidato a meccanismi impersonali che dirigono, autoritativamente, ma imparzialmente, la vita di tutti¹².

Al di là della discussione sulla apprezzabilità di questo modello, in cui si è comandati non da persone, ma da meccanismi anonimi e apparentemente impersonali, il fatto è che la realtà appare da tempo molto diversa dal modello.

Il mercato è da tempo popolato da grandi imprese che non hanno più nulla in comune con l’immagine romantica dell’imprenditore che rischia solo i suoi capitali, che risponde pienamente per tutte le scelte che compie, che è pienamente legittimato dai suoi diritti proprietari sulle risorse che utilizza.

Da una parte la diffusione della società per azioni, e la separazione tra proprietà e controllo, ha distrutto, lo notavano Berle e Means, “l’atomo proprietario”, e cioè lo stretto legame tra proprietà, esercizio dell’impresa, rischio e profitto, che caratterizzava, ancora nel secolo precedente il loro, la maggior parte delle imprese appartenenti a singoli proprietari o a piccole società. Berle e Means non si limitano però a questa constatazione e sottolineano ulteriormente che «This dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested»¹³.

Alla “*dissolution*” provocata a livello proprietario dallo sviluppo della spa, fa riscontro, in ambito *antitrust*, la riconosciuta impossibilità (e, forse, inopportunità) di costringere le imprese a riprodurre nella realtà il tipo di concorrenza descritto nel modello ideale.

Il riconoscimento di questa impossibilità apre nella teoria dell’*antitrust* un vuoto simile a quello aperto, nella teoria della società per azioni, dalla distruzione del legame tra proprietà e potere. Se si riconosce che i mercati non possono essere artificialmente polverizzati a piacere, il numero delle imprese presenti, e l’entità della quota di mercato di ciascuna, non può più fornire un criterio preciso in grado di definire la nozione di concorrenza e di misurare il livello di concorrenzialità dei

¹² Ho esposto questa tesi diffusamente in F. DENOZZA, *Prima della tempesta. Equilibrio, mercato e potere privato in uno degli ultimi saggi di Tullio Ascarelli*, in ODCC, 2022, 43.

¹³ A. BERLE, G. MEANS, *The modern corporation and private property*, London, Transaction publishers, 1991 (1932), 8.

mercati reali. Scompare così l'unica possibilità di disporre di un modello lineare, univoco e coerente su cui basare le decisioni in materia di difesa della concorrenza senza dover ricorrere a bilanciamenti e compromessi.

In entrambi i casi – società per azioni ed *antitrust* – sarebbe stata necessaria, era questo il messaggio principale che Berle e Means intendevano lanciare, l'elaborazione di nuove teorie in grado di recuperare i valori del mercato di Adam Smith, e di tenere però adeguato conto delle novità nel frattempo verificatesi.

Gli sviluppi successivi han finito per andare in tutt'altra direzione. La svolta che inizia ad avere successo negli anni settanta del secolo scorso poco si preoccupa di recuperare i valori del mercato smithiano e molto si preoccupa, invece, di offrire una nuova prospettiva in cui la crescita dimensionale delle imprese, e del loro potere economico, non debba essere più rappresentato come un elemento potenzialmente disfunzionale, in grado di disturbare la tendenza all'equilibrio e l'operatività della mano invisibile, e possa essere rappresentato invece come il positivo fattore di un naturale sviluppo.

La cultura di cui l'analisi economica del diritto è espressione di fatto ridefinisce, pur senza teorizzarlo esplicitamente, il rapporto tra natura e mercato. In sintesi, il mercato viene riproposto come naturale non più nel senso di spontaneo (agli equilibri spontanei non crede più nessuno) ma nel senso di conforme a natura. L'analisi economica del diritto opera a questo riguardo un sottile mutamento di prospettiva, che però non intacca la pretesa di presentare il mercato come naturale, aggettivo inteso però ora non nel senso di spontaneo, ma nel senso di conforme alle tendenze di una storica natura umana.

Non si tratta ovviamente più dell'essere umano che, come pensava Adam Smith, differisce dagli animali per la sua propensione a scambiare, contrattare, barattare¹⁴, ma dell'essere umano che vuole massimizzare a tutti i costi il suo benessere. Arriviamo così alla concezione del soggetto che Foucault sintetizzava ricorrendo all'immagine del soggetto non più *partner* di uno scambio (come nel pensiero di Smith) ma imprenditore di se stesso¹⁵.

Istituzioni e mercato sono pensati come entrambi funzionali all'obiettivo di conformare la realtà al modello che razionali egoisti contrattando tra loro sono naturalmente portati a preferire. Anche qui Foucault coglie un punto rilevante quando sottolinea che nel pensiero neoliberale cade la separazione tra uno stato e un mercato ispirati da logiche ed obiettivi diversi, caratteristica del pensiero liberale classico, e lo stato viene invece sottomesso al rispetto della stessa logica che guida il funzionamento dei mercati.

¹⁴ Il riferimento è al famosissimo brano di *The Wealth of Nations* in cui (Libro I, cap II, all'inizio) Smith parla di «... a certain propensity in human nature ... to truck, barter, and exchange one thing for another».

¹⁵ M. FOUCAULT, *The birth of biopolitics: Lectures at the Collège de France, 1978-1979*, New York, Springer, 2008, 226.

In sostanza, in questa visione, i mercati prima, e le istituzioni poi, sono pensati come creazioni umane che rispettano, e devono rispettare, una legge di natura, nel senso che devono configurarsi e articolarsi in una maniera che sia conforme alla naturale tendenza degli esseri umani a massimizzare il loro benessere, e perciò come strumenti che promuovono, e accettano, solo le situazioni in cui, e le azioni con cui, ciascuno è messo in grado di concretizzare la sua naturale tendenza alla massimizzazione del suo benessere.

4. *Gli strumenti concettuali: la massimizzazione quantitativa e la centralità della transazione.*

La teoria dei prezzi fornisce gli strumenti teorici per questa analisi della realtà¹⁶ e le teorie del *consumer welfare* e dello *shareholder value* forniscono, a loro volta, gli strumenti per rendere giuridicamente operativa la prospettiva suggerita dalla teoria dei prezzi negli ambiti del diritto *antitrust* e del diritto delle società.

La teoria dei prezzi esalta l'importanza della massimizzazione¹⁷. La legge della domanda consente di stabilire le quantità massime che sarebbero comprate ai diversi prezzi¹⁸; l'esame delle curve di domanda individuali presuppone che l'individuo nel fare le sue scelte «...acts as if he were pursuing and attempting to maximize a single end...»¹⁹; i prezzi servono «... as guideposts to where resources are wanted most...»²⁰ con il risultato che se nulla ostacola la naturale funzione dei prezzi stessi, le risorse «...tend to gravitate toward their most valuable uses...»²¹.

L'applicazione della teoria dei prezzi al diritto richiede però un riferimento a grandezze univoche e misurabili, suscettibili di giudizi simili a quelli che possono essere formulati quando si confrontano due prezzi, e la cui massimizzazione possa essere presentata come un criterio di valutazione e di interpretazione delle norme praticabile e apprezzabile.

Le nozioni di *shareholder value* e di *consumer welfare* rispondono a questi requisiti. Esse rinviano infatti a parametri in teoria facilmente misurabili (*l'output*

¹⁶ L'oramai classico lavoro in cui R. POSNER (*Economic analysis of law*, Boston, Little Brown and Company, 1973) fissava i principi e le applicazioni basilari dell'analisi economica del diritto, inizia con il riferimento alla «...inverse relation between price charged and quantity demanded...» che è proprio il punto di partenza della teoria dei prezzi.

¹⁷ L'essere umano è presentato come «...rational maximizer of his end in life...» nel primo paragrafo del primo capitolo del lavoro di Posner cit. alla nota precedente.

¹⁸ M. FRIEDMAN, *Price Theory*⁴, Berlin-New York, De Gruyter, 1986, 16.

¹⁹ *Ivi*, 35

²⁰ *Ivi*, 9

²¹ R. POSNER, (nt. 16), 10.

del prodotto considerato nell'*antitrust*, il valore delle azioni nelle s.p.a.) e ad obiettivi sicuramente apprezzabili (il benessere, rispettivamente, dei consumatori e dei soci).

Le esigenze di misurazione e massimizzazione spingono poi ad attribuire un ruolo centrale alla transazione (intesa, come è noto, nel senso di una interazione, non necessariamente contrattuale, che comporti il trasferimento di una risorsa²²). Nella transazione situazioni diverse vengono confrontate e, in un certo senso, misurate²³ (misurazione che è il passo preliminare allo spostamento delle risorse verso impieghi a più alto rendimento).

Tutta la realtà sociale viene allora presentata come scomponibile in serie di interazioni interindividuali, tutte trattate come transazioni di tipo economico, volte alla massimizzazione del benessere.

Il diritto societario si focalizza non sul modo in cui la grande impresa opera nella società, ma sull'analisi delle transazioni tra i vari soggetti interessati (soci, *manager*, altri *stakeholder*). Nel diritto *antitrust* diventa centrale non l'analisi del mercato nel suo complesso, ma quella degli effetti che la specifica interazione può avere sui vari soggetti interessati (imprese e consumatori presenti in uno specifico mercato).

I soli fenomeni considerati rilevanti sono quelli (le transazioni e i loro effetti immediati) che possono essere presentati in termini economici calcolabili²⁴ e sono per di più esaminati isolandoli da tutto il resto, quasi si trattasse di una realtà completamente astratta dal contesto sociale complessivo²⁵.

²² Come rileva O. WILLIAMSON, *Transaction cost economics*, in *Handbook of industrial organization*, Amsterdam, Elsevier, 1989, 135, «... transaction occurs when a good or service is transferred across a technologically separable interface...».

²³ È quanto notava già Schumpeter (il quale ovviamente non usava il termine transazione, ma il termine relazione di scambio, *Tauschenrelation*): la relazione di scambio – attraverso il prezzo che in essa si forma – rivela i rapporti quantitativi che esistono tra i vari beni e ci consente di derivare tutte le quantità economiche, cfr. J. SCHUMPETER, *Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie*, Leipzig, Duncker & Humblot, 1908, 49 ss. V. anche ID., *History of Economic Analysis*, London, Routledge, 2006 (1954), 277, «...it is the exchange ratios between the commodities that are the really important thing 'behind' money prices...».

²⁴ La citazione di un noto aforisma sembra qui appropriata. Si tratta della c.d. "McNamara fallacy" che (con qualche variazione tra le varie versioni) recita: «The first step is to measure what can be easily measured. This is okay as far as it goes. The second step is to disregard that which cannot be measured, or give it an arbitrary quantitative value. This is artificial and misleading. The third step is to presume that what cannot be measured really isn't important. This is blindness. The fourth step is to say that what can't be easily measured really doesn't exist. This is suicide». Citazione e notizie al riguardo in G. LOZADA, *A Critique of Antitrust Econometrics: Aggregation, the Representative Consumer, and the Broader Concerns of the New Brandeis School*, in *The Antitrust Bulletin*, 2022, 69, 99, n. 85

²⁵ Sembra riproporsi qui la tendenza, già segnalata da K. POLANYI, *The great transformation: The political and economic origins of our time*, Boston, Beacon Press, 2001 (1944) e dal movimento culturale da lui ispirato, a concepire i fenomeni economici come "disembedded" dai fenomeni sociali.

5. Il potere economico, il ruolo delle istituzioni e i canoni per l'elaborazione e l'interpretazione delle norme.

Dal punto di vista della elaborazione ed interpretazione delle norme, questa impostazione induce ad accantonare la prospettiva, prima dominante sia nell'*antitrust*, sia nel diritto delle società, in cui il punto di partenza era la constatazione dell'esistenza di posizioni di potere economico (le grandi imprese nel diritto *antitrust*, i loro *manager* nel diritto delle società per azioni). Punto di partenza che poi veniva sviluppato lungo le linee segnate dalla esigenza di limitare questi poteri a protezione non solo di potenziali specifiche vittime dei poteri stessi, ma della società intera²⁶.

Nelle costruzioni elaborate dalle teorie che stiamo ora esaminando, l'impostazione del problema principale viene modificata nel senso che la soluzione non viene più cercata nell'analisi dei diversi modi in cui i poteri possono essere limitati, ma nella ricerca dei modi con cui i poteri stessi possono essere posti al servizio immediato di alcuni interessi (quelli dei soci e dei consumatori), nella convinzione che in tal modo anche gli interessi generali saranno indirettamente soddisfatti.

Il tema delle implicazioni generali dell'esistenza di enormi poteri economici sparisce. Ciò che conta sono solo alcuni possibili, specifici, effetti e i meccanismi in grado di piegare questi effetti all'obiettivo della massimizzazione dei benessere dei soci e dei consumatori.

Questa impostazione implica due assunti e cioè, da una parte, che l'azione dei detentori del potere economico possa essere effettivamente imbrigliata dal semplice vincolo alla massimizzazione dei benessere delle due categorie e, dall'altra, che il vincolo, così imposto, sia di natura tale da indirizzare l'esercizio del potere in una direzione conforme all'interesse generale.

A me sembra che nessuno dei due assunti regge alla critica. Osservando più da vicino le caratteristiche comuni alle costruzioni elaborate dalla due teorie possiamo notare che entrambe partono da un problema economico immediato (il coordinamento tra efficienza produttiva e allocativa nell'*antitrust*/lo sviluppo della capitalizzazione delle imprese nelle spa²⁷) e procedono indicando una soluzione che

²⁶ Una adeguata sintesi dei presupposti ideologici e culturali che sostenevano questo atteggiamento può essere trovata, prima ancora che nei lavori dei giuristi, in un importante documento politico. Cfr. F.D. ROOSEVELT, *President's Message to Congress on Curbing Monopolies*, Am. Presidency Project (Apr. 29, 1938), <https://perma.cc/FZU9-MDWD>, che si apre affermando che «...the liberty of a democracy is not safe if the people tolerate the growth of private power to a point where it becomes stronger than their democratic state itself» e conclude che «Once it is realized that business monopoly in America paralyzes the system of free enterprise on which it is grafted, and is as fatal to those who manipulate it as to the people who suffer beneath its impositions, action by the government to eliminate these artificial restraints will be welcomed by industry throughout the nation».

²⁷ Nelle parole di H. MANNE, *Our Two Corporation Systems*, (nt. 1), 260, la corporation può essere concepita «... as a capital-raising device», nelle parole di R. POSNER, (nt. 16), par 14.2, la cor-

passa attraverso la massimizzazione di una certa grandezza (l'*output* e il benessere dei consumatori nell'*antitrust*, il rendimento dell'investimento azionario e il benessere dei soci nella spa). Segue la scoperta che la crescita di questa grandezza può essere tendenzialmente favorita dal naturale funzionamento del mercato, con conseguente ridimensionamento dell'intervento normativo, confinato ad un ruolo servente, e si arriva poi alla conclusione secondo cui il buon funzionamento dei meccanismi che assicurano questa massimizzazione ingabbia il potere privato e promuove il benessere generale.

Come ho anticipato, questo ragionamento non regge a mio avviso alla critica. Prima di tutto, il riferimento alla massimizzazione delle grandezze in questione non è in grado di indicare obiettivi univoci e coerenti, e la propugnata limitazione dello spazio della regolazione pubblica ignora gravi problemi connessi al governo dell'incertezza, delle esternalità e degli effetti sistemici.

In secondo luogo, l'assunto per cui la massimizzazione del valore delle azioni (nella s.p.a.) o dell'*output* (nell'*antitrust*) porterebbe ad un apprezzabile sviluppo del benessere sociale complessivo, appare infondato in teoria e indimostrato in pratica.

Cercherò ora di illustrare i due punti. Con riferimento al primo punto illustrerò per comodità di esposizione, in maniera separata, prima le aporie della teoria dello *shareholder value*, e poi quelle della teoria del *consumer welfare*.

Due paragrafi conclusivi saranno infine dedicati all'esame delle implicazioni sociali complessive delle due teorie, trattate di nuovo in parallelo.

6. *Lo shareholder value.*

a) *Indeterminatezza e incongruenza.*

Il riferimento allo *shareholder value* è parte di un progetto teorico la cui principale preoccupazione è quella di costruire una realtà in cui ci si possa liberare dal "concern with political values"²⁸ ereditato dall'elaborazione di Berle e Means, e il mercato possa perciò presentarsi come lo strumento in grado di raggiungere risultati in linea di massima ottimali.

Il primo passo in questa direzione è una ridefinizione in termini assolutamente riduttivi del problema principale, identificato, come è visto, con quello di assicurare che le grandi imprese possano ricevere tutto il capitale di rischio di cui ritengono di avere bisogno.

In una problematica così ridefinita, il tema dei rendimenti offerti dall'azione, e

poration «...is primarily a method of solving problems encountered in raising substantial amount of capital».

²⁸ L'espressione è di H. MANNE, *The "Higher Criticism"*, (nt. 1), 399.

quello della esatta definizione del suo prezzo, diventano centrali. La teoria dei prezzi può assumere il controllo del ragionamento.

In questa visione, l'esigenza di attrarre i risparmiatori massimizzando il rendimento dei loro investimenti, può eliminare il fattore principale che nella costruzione di Berle e Means determina la politicizzazione dei problemi della società per azioni, e cioè l'eccessivo potere discrezionale dei *manager*²⁹.

L'idea è che i meccanismi di mercato possono costringere i *manager* ad assumere l'interesse degli investitori come bussola dei loro comportamenti (sia nel momento in cui compilano il contratto che offriranno al pubblico, sia nel momento in cui lo eseguiranno) e, in particolare, possono costringerli ad adottare sempre e solo i comportamenti che appaiono in grado di soddisfare la principale preferenza degli investitori stessi, che è quella di vedere massimizzato il valore dei loro investimenti. L'organizzazione della società per azioni, e l'eventuale intervento dell'istituzione al riguardo, servono solo a rinforzare i meccanismi di mercato e ad impedirne l'eventuale, occasionale, malfunzionamento.

Una delle ragioni per cui questo quadro non è accettabile è che, anche se si concentra l'attenzione solo sui soci, e si prescinde dagli interessi degli altri *stakeholder*, non si tarda a rendersi conto che i soci-investitori possono avere interessi e preferenze molto diverse, e anche confliggenti, posto che la valorizzazione dei loro investimenti si inquadra in un contesto che non ha solo una dimensione quantitativa³⁰, ma anche altre dimensioni, come ad esempio quella sociale, quella temporale o quella "politica"³¹ relativa alle scelte riguardanti la distribuzione dei poteri all'interno della società.

È verosimile che non tutti i soci preferiscano rendimenti più elevati ad ogni costo, e che molti preferiscano invece rendimenti magari un po' inferiori, ma variamente sottoposti a vincoli inerenti al rispetto di valori come la protezione degli interessi dell'ambiente, dei lavoratori, della moralità generale, ecc.³².

²⁹ *Ivi*, 400, dove si criticano Berle e Means per avere ritenuto che «...managers ... enjoyed not merely political autonomy but financial autonomy as well».

³⁰ Le risalenti discussioni sulla presumibile unanimità degli azionisti intorno alla prospettiva massimizzante (v. ad es., H. DE ANGELO, *Competition and Unanimity*, in *American Econ. Rev.*, 1981, 18 ss.) considerano solo l'aspetto quantitativo delle loro preferenze e per di più trascurano che in mercati dominati da investitori ampiamente diversificati l'obiettivo della massimizzazione se mai si sposta dalle singole società ai portafogli, v. R. HANSEN, J. LOTT, *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers*, in *J. of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 43.

³¹ «The modern corporation is an economic institution in which there is always a potential political (i.e. voting) aspect», così S. GROSSMAN, J. STIGLITZ, *On value maximization and alternative objectives of the firm*, in *The J. of Finance*, 1977, 389.

³² Mi ero occupato di questo tema già in F. DENOZZA, *Nonfinancial Disclosure between 'Shareholder Value' and 'Socially Responsible Investing'*, in *Investor protection in Europe: corporate law making, the MiFID and beyond*, ed. by G. FERRARINI, E. WYMEERSCH, Oxford, Oxford University Press, 2006, 365.

Altre differenze nelle preferenze e negli interessi dei soci possono manifestarsi al livello temporale, ben essendo ipotizzabile che alcuni soci siano interessati ad una massimizzazione accelerata del valore dei loro investimenti, mentre altri possono essere più interessati a rinunciare alla massima valorizzazione possibile nell'immediato, in cambio di una maggiore valorizzazione in un futuro più o meno distante.

In tutti i casi in cui sono prospettabili simili conflitti, e si tratta di casi tutt'altro che infrequenti³³, la necessità di compiere scelte che non hanno nulla di tecnico e che implicano invece una valutazione comparativa del merito degli interessi e delle preferenze in conflitto, è ineludibile.

Il problema del potere si ripresenta allora in maniera prepotente. Il ragionamento con cui si nega l'esistenza di un elevato livello di potere discrezionale dei gestori, cade insieme all'idea (come si è visto, inaccettabile) che i soci abbiano un solo obiettivo, a tutti ugualmente comune, consistente nella massima valorizzazione dei loro investimenti.

Non solo non esiste questa pretesa grandezza univoca, misurabile come un prezzo, e idonea a limitare l'autonomia manageriale, ma risulta al contrario l'esistenza di conflitti e problemi che possono essere risolti solo (come del resto pensavano Berle & Means) in base a valutazioni politiche, a cominciare proprio

³³ Nel mercato infinitamente duttile dell'equilibrio economico generale e delle infinite imprese, si potrebbe forse immaginare che per ciascuna delle differenti preferenze degli investitori, o per ciascuna ipotizzabile combinazione di esse, si formi una domanda di un certo tipo di investimento e che l'offerta si adegui alla domanda producendo società che attirano diverse categorie di investitori, promettendo diversi gradi di rispetto dell'uno o dell'altro valore, o diverse combinazioni di rendimenti immediati e futuri, o diverse combinazioni tra diritti patrimoniali e diritti corporativi, ecc.

Nella realtà tutto ciò è impossibile e i conflitti di cui sopra tendono a riprodursi all'interno di ciascuna società (v. in argomento ad es. L. BEBCHUK, E. KAMAR, *Bundling and entrenchment*, in *Harvard L. Rev.*, 2009, 1549).

Va anche detto che l'ambizione della teoria dello *shareholder value*, non è quella di valorizzare la banale affermazione per cui i gestori delle società devono tenere conto delle preferenze e degli interessi dei loro soci, cosa di cui probabilmente nessuno ha mai dubitato, ma è piuttosto quella di identificare un unico interesse dei soci, preciso e misurabile (già H. MANNE, *The "Higher Criticism"*, (nt. 1), 415, formulava, in polemica con Berle, l'osservazione, poi tante volte ripetuta, per cui la massimizzazione dei rendimenti azionari è «...the only objective standard available for judging quality among corporate managers»), su cui costruire un modello fisso di relazione basilare (la relazione tra soci e gestori) e, intorno a questo, i modelli di altre relazioni altrettanto tipizzabili (dei soci tra loro, tra i soci, o i gestori, e altri *stakeholder*, ecc.).

Se in questi modelli si inseriscono elementi variabili e non misurabili, tutto l'automatismo della costruzione crolla. Le società per azioni non possono essere più considerate lo strumento per il perseguimento di un unico, predefinito, obiettivo e il compito della relativa disciplina non potrebbe essere ridotto a quello di identificare e potenziare gli strumenti più efficienti per perseguirlo. Riacquisirebbe così forza l'idea, odiato bersaglio dell'impostazione che stiamo esaminando, che la società per azioni sia un luogo in qualche modo politico, almeno nel senso che in essa si scontrano diversi interessi, e diverse visioni sul modo in cui le imprese, e in definitiva, l'intera economia, devono essere gestite.

dal problema classico di tutta la disciplina della s.p.a., quello che riguarda la distribuzione dei diritti e poteri organizzativi, e, in particolare, l'individuazione dei poteri che è opportuno attribuire ai soci.

La teoria dello *shareholder value* esorcizza questo problema proponendo una visione in cui i soci non solo non sarebbero interessati ad avere poteri diversi da quelli strettamente funzionali alla difesa dei loro investimenti (i poteri necessari, da una parte, a prevenire l'opportunismo degli amministratori e, dall'altra, a monetizzare le opportunità offerte da particolari eventi, come fusioni, scalate e altre operazioni straordinarie), ma sarebbero anzi interessati a che nessuno di loro abbia alcun potere ulteriore, e che tutti i poteri vengano invece assegnati in via esclusiva ad un gruppo coeso di professionisti responsabili, tendenzialmente non soggetto ai problemi di azione collettiva che possono invece affliggere una gestione "assembleare" degli affari sociali³⁴.

È evidente però che questo ragionamento presuppone che esista tra i soci una sostanziale uniformità di preferenze e di vedute che appare, in realtà, del tutto inverosimile. Basti pensare al problema forse più semplice: quello dell'informazione. Una volta che si sia riconosciuto che costosi (per la società obbligata) obblighi di informazione sono indispensabili al fine di garantire una corretta operatività del meccanismo dei prezzi, immediatamente si propone la possibilità che esistano soci che preferiscono più informazione, anche a costo di maggiori costi (e minori dividendi), e soci che preferiscono meno informazione e maggiori dividendi.

Più in generale, nel momento in cui si riconosce che il mercato per funzionare ha bisogno di regole imposte dall'esterno, si pone immediatamente un problema di scelte politiche in ordine a quali obblighi devono essere imposti, a quali informazioni devono essere fornite, con quali modalità, con quali finalità, ecc. Come sta dimostrando l'attuale dibattito sulle informazioni non finanziarie, il paradigma del fallimento del mercato, e delle c.d. asimmetrie informative, non è assolutamente in grado di inquadrare quello che appare ormai chiaramente il problema principale, che non è quello di rendere possibile qualche transazione efficiente (nel nostro caso, la compravendita delle azioni), ma è piuttosto quello di condizionare e indirizzare in una certa direzione scelte e comportamenti non solo di coloro che le informazioni ricevono (come avviene nel caso degli obblighi imposti per colmare le asimmetrie informative), ma anche di coloro che le informazioni sono tenuti a darle³⁵.

³⁴R. POSNER, (nt. 16), par. 14.6; H. MANNE, *Our Two Corporation Systems*, (nt. 1), 261; F. EASTERBROOK, D. FISCHER, *Voting in corporate law*, in *The J. of L. and Econ.*, 1983, 395.

³⁵Nella dottrina italiana v. A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in questa *Rivista*, 2022, 497; M. RESCIGNO, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile». Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 165; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, *ivi*, 145.

Del resto la tradizionale presenza di gruppi di soci minoritari attivisti, e l'attuale realtà dei mercati, caratterizzati dal diversificato interventismo di diverse categorie di investitori istituzionali, sembrano offrire conferma più che sufficiente dell'impossibilità di supporre che tutti i soci abbiano la stessa preferenza in ordine alla distribuzione dei poteri interni alla società.

Un emblematico punto di emersione di molti dei difetti della teoria dello *shareholder value* è rappresentato poi dal tema del rischio. Qui va anzitutto rilevato che anche se tutti i soci avessero una considerazione puramente monetaria del proprio interesse, neppure allora si realizzerebbe l'omogeneità ipotizzata dalla teoria dello *shareholder value*. Stante che l'attitudine nei confronti del rischio dipende da convinzioni, almeno quanto dipende da preferenze, non è ragionevole supporre che i soci abbiano tutti le stesse convinzioni e non c'è nessuna ragionevole possibilità di presumere che tutti gli investitori, e tutti i soci, abbiano la stessa attitudine verso tutti i tipi di rischi.

È facile immaginare piuttosto che i soci possano avere opinioni differenti e che la combinazione rischio-rendimento che sembra ad alcuni in grado di massimizzare il valore delle azioni, non sembri affatto tale agli altri. Il riferimento alla massimizzazione del valore delle azioni e dello *shareholder value*, in qualsiasi modo inteso, non è perciò in grado di dare alcuna indicazione precisa su quali rischi correre e sul modo di affrontarli.

b) *Esternalità ed effetti sistemici.*

Le osservazioni che precedono dimostrano che il "benessere dei soci" non è un bene univoco, e men che meno una merce, che si possa comprare e vendere sul mercato, escludendo ogni discorso politico su quale sia il modo migliore di proteggere gli interessi dei soci, e degli altri soggetti coinvolti nel funzionamento delle società per azioni.

A ciò si può aggiungere che quella "transazione" tra soci e gestori, in cui la massimizzazione del benessere dei soci dovrebbe trovare concretizzazione e sigillo, non è un atto di scambio che riguarda solo loro, ma è al contrario destinata ad avere rilevanti effetti sui terzi e sul funzionamento dell'intero sistema³⁶.

La teoria dello *shareholder value* programmaticamente ignora i contesti in cui la transazione tra soci e *manager* ha luogo, e tutti i suoi possibili effetti "collaterali". Essa finisce così per giudicare come efficienti assetti (quelli che assicurano ai primi il più elevato compenso possibile per i loro investimenti) che in realtà, da un più ampio punto di vista, appaiono discutibili e anche pericolosi.

Il tema del rischio illustra ancora una volta il punto.

³⁶L. BEBCHUK, J. FRIED, *Paying for long-term performance*, in *U. of Pennsylvania L. Rev.*, 2010, 1915.

L'orientamento generale delle teorie che stiamo esaminando si caratterizza, lo si è già accennato, per il fatto di proporre una prospettiva in cui se si riesce a garantire l'efficienza delle singole transazioni, il risultato complessivo sarà una globale (equilibrata?) efficienza. La necessità di dotarsi di strumenti teorici in grado di analizzare l'effetto cumulativo delle transazioni interindividuali non viene neppure avvertita. In effetti né la teoria del *consumer welfare*, né la teoria dello *shareholder value*, possiedono strumenti teorici in grado di analizzare i contesti in cui le transazioni si svolgono e gli effetti complessivi che esse possono produrre.

Proprio il tema del rischio è uno dei principali punti di emersione di questa problematica. La crisi finanziaria del 2007/2008 si è data ampio carico di drammaticamente illustrare le implicazioni sistemiche delle scelte fatte dalle società in materia di gestione dei rischi, e di dimostrare la pericolosità di un mercato popolato da intermediari professionali in accesa concorrenza tra loro, tutti soggetti ad analoga pressione nella direzione di spremere dalle società in cui hanno investito i più elevati rendimenti possibili. Come aveva già a suo tempo osservato Keynes, in mercati di questo tipo è elevatissimo sia il rischio che si formino bolle speculative, sia il rischio che nessuno riesca ad uscire dalle bolle prima della loro rovina³⁷.

Un altro effetto sistemico, magari meno evidente, ma ugualmente importante, può essere rilevato se si riflette adeguatamente sul ben noto fenomeno dell'incompletezza delle leggi (e dei contratti)³⁸.

Dalla naturale e insuperabile incompletezza delle norme deriva la possibilità che nella realtà si verificano situazioni, non previste dal legislatore, oggetto di dubbi e incertezze in ordine al modo in cui devono essere regolate. Esiste sempre, ed è sostanzialmente ineliminabile, quella, più o meno estesa, zona d'ombra (di cui parlano Hart e altri teorici dell'interpretazione³⁹) in cui è difficile individuare la regola che deve essere applicata

Questo fenomeno di portata generale, quando riferito al caso dei gestori delle grandi imprese, e soprattutto degli amministratori di società per azioni, può avere effetti particolarmente negativi.

³⁷ Per un esame più specifico del pensiero di Keynes al riguardo v F. DENOZZA, A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, in questa *Rivista*, 2021, 1079.

³⁸ La letteratura in argomento è sterminata. Restando a due classici, entrambi vincitori del Nobel per l'economia, v. O. HART, *Incomplete contracts and control*, in *American Econ. Rev.*, 2017, 1731 e J. TIROLE, *Cognition and incomplete contracts*, *ivi*, 2009, 265; ID., *Remarks on incomplete contracting*, in J. TIROLE, M. AGHION, P. DEWATRIPONT, M. LEGROS, L. ZINGALES, *The impact of incomplete contracts on economics*, Oxford, OUP, 2016, 21.

³⁹ H. HART, *Positivism and the Separation of Law and Morals*, in *Harvard L. Rev.*, 1957, 593. In argomento v. anche F. DENOZZA *La struttura dell'interpretazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1995, 1; ID., *L'interpretazione delle norme tra scetticismo e "pluralismo cognitivo"*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2007, 463.

L'elevato livello di potere di cui godono le grandi imprese moderne (livello che già alimentava le forti preoccupazioni di Berle & Means⁴⁰) rende particolarmente frequenti le situazioni nelle quali una grande impresa è in condizione di operare scelte che dal punto di vista giuridico si collocano nella zona d'ombra delle interpretazioni controvertibili, e che solo la decisione *a posteriori* di un giudice potrà qualificare come lecite o come illecite.

In questo, non modificabile, contesto, gli orientamenti cui le imprese decidono di ispirare i loro comportamenti, negli ambiti in cui godono di un potere non condizionato dal mercato, e non precisamente delimitato dalla legge, risultano particolarmente rilevanti e possono avere conseguenze economico- sociali molto diverse.

La diffusione di orientamenti tendenti all'assunzione di decisioni conformi alle interpretazioni più rigorosamente prudenti delle norme produrrà una realtà molto diversa da quella che può produrre una tendenza orientata a tentare di approfittare, sistematicamente, di tutte le minime lacune prospettabili nella disciplina, in un dato momento vigente, scegliendo sempre la soluzione più conveniente per l'impresa, anche a scapito degli interessi che la legge si propone di proteggere⁴¹.

È facile immaginare la differenza tra il vivere in un mondo in cui il contratto tra soci e *manager* vincola questi ultimi ad approfittare di ogni minima occasione di profitto, anche a costo di correre il rischio di violare la legge, o, invece, in un mondo in cui il medesimo contratto vincola i *manager* ad incanalare lo scopo di profitto all'interno di una visione che dà priorità al rispetto della legge e / o di certi fondamentali valori o interessi⁴².

⁴⁰ V. in argomento F. DENOZZA, *L'ambiguità del potere: la Corporation negli scritti di A. Berle jr., alla vigilia della rivoluzione neo-liberale*, in *Società, Banche e Crisi d'Impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, I, Torino, UTET Giuridica, 2014, 261.

⁴¹ Nella prospettiva del testo, che esplora le implicazioni dell'incompletezza e della ambiguità delle norme, appare del tutto irrilevante il fatto, oggi spesso sottolineato (v. ad es. L. ENRIQUES, *Missing in Friedman's Shareholder Value Maximization Credo: The Shareholders*, in *Riv. soc.*, 2020, 1285, 1286) che Friedman si preoccupasse di specificare che il perseguimento dell'interesse dei soci dovesse comunque avvenire all'interno di un quadro di rispetto delle norme basilari che governano la società (precisazione, in verità, così scontata da rendere sorprendente, e in un certo senso inquietante, la necessità di esplicitarla – da parte di Friedman – e quella di sottolinearla – da parte dei suoi attuali apologeti).

⁴² Come è stato giustamente rilevato, con certi sistemi di governance «... even business leaders who don't want to do something harmful and unjust will have strong incentives to do those things anyway». Così W. NORMAN, *Rawls on markets and corporate governance*, in *Bus. Ethics Quarterly*, 2015, 29.

L'importanza di questa considerazione non può essere sminuita osservando che anche un'impresa non costituita in forma di società per azioni può ovviamente decidere di adottare il primo dei due atteggiamenti descritti nel testo, e quindi assumere a suo assorbente obiettivo la ricerca del guadagno ad ogni costo. Questa possibilità non cancella infatti la differenza che deriva dal fatto che quello che altrove può essere frutto di un comportamento volontario, suscettibile di variare, in con-

Nel complesso, l'esistenza di rilevanti esternalità ed effetti sistemici, di cui la teoria dello *shareholder value* sembra non avere alcuna consapevolezza, impedisce di pensare che la transazione che massimizza il benessere congiunto di soci e *manager*, massimizzi anche il benessere generale.

c) *Potere economico, short-termism e miopia.*

Un altro aspetto di questi problemi è rappresentato dai fenomeni cui l'Unione Europea fa da tempo riferimento quando lamenta la prevalenza sui mercati finanziari di comportamenti eccessivamente orientati verso obiettivi di breve termine⁴³.

Si può al riguardo dubitare dell'entità dell'uno o dell'altro fenomeno che l'Unione indica come espressione di diffuso *short-termism* e anche della opportunità di rubricare tutti i fenomeni negativi sotto la voce *short-termism*⁴⁴. Non mi sembra contestabile, invece, che l'applicazione dei principi dello *shareholder value* ha finito per dare ai mercati finanziari un assetto per molti aspetti criticabile e che comunque, non può essere certo presentato, contrariamente alle promesse di questa teoria, come corrispondente agli interessi generali.

La sottovalutazione della rilevanza dell'enorme potere di cui godono i gestori delle grandi società ha condotto ad una situazione in cui tale potere è stato di fatto sottratto sia al controllo dei soci (che, come si è visto, sono immaginati come interessati ad avere all'interno della società poteri decisamente limitati), sia a quello degli altri *stakeholder*, i cui interessi sono stati considerati, dal punto di vista del governo societario, assolutamente irrilevanti. La vicenda, osservata dal punto di vista dei *manager*, ha comportato l'assunzione di un vincolo nei confronti dei soci definito dai suoi aspetti esclusivamente monetari, in cambio di un potere rimasto per il resto intatto e, anzi, per quanto riguarda gli altri *stakeholder*, addirittura accresciuto.

Il controllo su tale potere è stato così rimesso integralmente ai meccanismi di mercato e quando la struttura dei mercati è cambiata, la teoria non aveva gli stru-

sistenza ed intensità, da un imprenditore all'altro, e da una situazione di mercato all'altra, diventa, in un mercato popolato da società per azioni governate dal principio della massimizzazione dello *shareholder value*, il frutto di un vincolo generalizzato ed inflessibile.

⁴³ Sugli orientamenti degli organi europei al riguardo, v., per una prima informazione, B. SJÄFJELL, *Sustainable value creation within planetary boundaries – reforming corporate purpose and duties of the corporate board*, in *Sustainability*, 2020, 6245. V. anche F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholders' empowerment* in questa *Rivista*, 2021, 29.

⁴⁴ V. al riguardo le critiche mosse all'orientamento della Commissione da M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, European Corporate Governance Institute-Law Working Paper, n. 553-2020. Si tratta però di un lavoro infarcito di pregiudizi ideologici le cui critiche sono spesso fuori bersaglio: F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297.

menti per comprendere le implicazioni di quanto stava succedendo, meno ancora per organizzare un qualche intervento. È così successo che la progressiva diminuzione dell'importanza degli investitori *retail*, e l'ascesa di vari tipi di investitori professionali in accesa concorrenza tra loro, non è stata percepita come un pericolo e nessuno ha ritenuto di dovere intervenire. In fondo, ad una teoria che si preoccupa solo che le società massimizzino i rendimenti per i loro soci, può sembrare abbastanza irrilevante il fatto che costoro siano investitori privati oppure investitori professionali⁴⁵. In realtà non è difficile immaginare che le prospettive di un risparmiatore possono essere ben diverse da quelle di un investitore professionale e che ben diversa può essere la pressione che il secondo tenderà ad esercitare sui gestori delle società destinatarie dei suoi investimenti. La presenza di un'intensa concorrenza tra investitori professionali, da un parte, e la diversa forza economica dei professionisti, dall'altra, lasciano facilmente immaginare che la più o meno blanda pressione che i risparmiatori potevano esercitare tramite l'occasionale compravendita di qualche azione, si sia trasformata in una forma di coercizione che ha spinto verso quella massimizzazione nel breve termine, e quella sottovalutazione dei rischi, che sono state una delle cause principali della crisi del 2007/2008⁴⁶.

d) *Una prospettiva di allargamento del novero degli interessi rilevanti.*

Come ho accennato, e come è ben noto, l'Unione europea ha da tempo avviato un'analisi in cui la presenza sul mercato di soggetti dotati di rilevante potere economico è il punto di partenza da cui viene derivata la necessità di contrastare tutti i fattori che possono indurre un uso non equilibrato di questo potere. Questa analisi ha anche sorretto un percorso di progressivo allontanamento dall'idea che i meccanismi di mercato, in assenza di interventi esterni, possano da soli prevenire, o correggere, ogni possibile distorsione di incentivi.

Certamente non si è in presenza di un ritorno alle impostazioni, spesso apertamente dirigiste, che prima della svolta neo-liberale erano ben presenti nel dibattito relativo alla società per azioni. Non è dubbio, però, che gli interventi volti ad incentivare certi comportamenti a scapito di altri, così come la tendenza a prefigurare gli obiettivi verso cui si tenta di spingere il mercato, vanno molto al di là del subordinato ruolo di eliminatore di costi di transazione che la teoria dello *shareholder value* attribuisce alle istituzioni.

Non è questo il luogo per entrare in una dettagliata discussione sui difetti, i pregi e le probabilità di successo di questa politica. Mi limito a ribadire quello che

⁴⁵ V. in effetti quanto osservato da H. MANNE, *Financial Intermediaries and Corporate Responsibilities*, in *New York Law Forum*, 1971, 725.

⁴⁶ F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *Italian L. J.*, 2017, 511.

ho più diffusamente sostenuto altrove⁴⁷, e cioè che difficilmente gli sforzi dell'UE riusciranno a produrre rilevanti effetti positivi se non imboccheranno decisamente la strada di un maggiore, diretto, coinvolgimento di tutti gli *stakeholder*. Credo che solo forme di democrazia economica dal basso, e di dialogo democratico tra tutti i portatori di interessi, potranno aspirare a modificare in meglio la situazione.

7. *Il consumer welfare.*

a) *Indeterminatezza e incongruenza.*

Anche la teoria del *consumer welfare*, come quella dello *shareholder value*, pretende di indicare un obiettivo univoco, perseguibile al di fuori di ogni valutazione politica, e con interventi pubblici ridotti al minimo. Anche qui esistono un criterio immediato di riferimento che (al posto del valore delle azioni) è l'andamento dell'*output* (e dei prezzi) di un certo mercato, e un obiettivo di massimizzazione, che qui riguarda il benessere dei consumatori (o quello totale).

In realtà il criterio ha gravissimi difetti e nessuno dei pregi che i suoi sostenitori gli attribuiscono. Ciò non perché l'obiettivo di difendere il benessere dei consumatori, prevenendo aumenti dei prezzi e diminuzioni dell'*output*, non sia un obiettivo meritevole di adeguata considerazione, ma perché la teoria costruita intorno a questo dichiarato obiettivo fornisce spesso indicazioni non univoche, non coerenti con l'obiettivo di difendere gli interessi dei consumatori, e non in grado di tenere conto dei costi e degli effetti negativi che possono essere prodotti da un ottuso perseguimento dell'obiettivo indicato.

Il primo punto da chiarire è che ben raramente è possibile procedere ad una misurazione diretta e sicura di tutti gli effetti che pratiche come le concentrazioni e gli abusi escludenti potranno produrre nell'immediato (e ovviamente, ancor meno, nel più o meno remoto) futuro. La presentazione della teoria del *consumer welfare* come caratterizzata dall'applicazione di un criterio semplice ed univoco, è smentita anzitutto dal fatto che ciò che viene qui effettivamente in rilievo è in realtà un gioco di illazioni, presunzioni e articolazione di regole probatorie.

In questo gioco si cerca di accreditare una serie di ragionamenti di tipo presuntivo, la maggior parte dei quali sono impostati in questo modo: si afferma⁴⁸ che i divieti *antitrust* si riferiscono solo a quei comportamenti che risultano profittevoli per l'impresa che li pratica esclusivamente in forza dei loro effetti escludenti; poi si nega che i comportamenti, anche quelli più anomali, delle imprese possano es-

⁴⁷ F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in questa *Rivista*, 2022, 37.

⁴⁸ R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 144.

sere in via di principio ritenuti funzionali alla restrizione della concorrenza⁴⁹; si tenta allora di dimostrare che la prassi considerata può essere in astratto spiegata come funzionale a normali esigenze di profitto dell'impresa che la pone in essere⁵⁰; dopo di che, o si arriva alla conclusione estrema per cui può esservi violazione *antitrust* solo quando una pratica non abbia nessun senso economico diverso da quello di restringere la concorrenza⁵¹, oppure, più moderatamente, si costruisce una presunzione di legalità che l'attore può superare solo assolvendo ad un rigido onere probatorio (la prova certa di eventi futuri in condizioni di incertezza può risultare spesso impossibile)⁵².

Alla fine, lo stesso riferimento ai consumatori appare più retorico che reale⁵³, ed esiste il forte dubbio che il criterio in questione, per il modo in cui è costruito e ap-

⁴⁹ Come osserva J. STIGLITZ, *Towards a broader view of competition policy*, in *Competition Policy for the New Era: Insights from the BRICS countries*, 2017, 5, gli aderenti alla scuola di Chicago partono dalla presunzione (del tutto infondata) che «...any observed behavior, as strange as it might seem, was really efficiency enhancing and supportive of competition».

⁵⁰ Rientra cioè in quelli che R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 18, 36-37, 137-154, chiama i "normal methods" e che nella sua prospettiva comprendono tutti i comportamenti con cui le imprese accrescono i loro profitti. Anormali sarebbero solo i "metodi" che comportano un deliberato sacrificio di profitti (il criterio proposto per il caso del *predatory pricing* diventa così il restrittivo prototipo di tutte le valutazioni delle pratiche escludenti).

⁵¹ V. in argomento G. WERDEN, *Identifying Exclusionary Conduct Under Section 2: The 'No Economic Sense' Test*, in *Antitrust L. J.*, 2006, 413.

⁵² È soprattutto da questo punto di vista (organizzazione del gioco di presunzioni e di distribuzione degli oneri probatori) che il c.d. *effect-based approach* (che ha caratterizzato, da un certo momento in poi, gli orientamenti prevalenti nell'Unione europea) finisce per svolgere un ruolo simile a quello svolto dalla teoria del *consumer welfare*. Posto che nessuno può ragionevolmente negare che la valutazione degli effetti delle norme e delle loro interpretazioni sia un fattore rilevante, o addirittura decisivo, nella scelta tra le diverse soluzioni possibili, il problema non è perciò effetti sì / effetti no (v. anche F. DENOZZA, A. TOFFOLETTO, *Contro l'utilizzazione dell'"approccio economico" nell'interpretazione del diritto antitrust*, in *Merc. conc. reg.*, 2006, 563). I problemi sono: quali effetti contano e quali non contano, quale livello di certezza è necessario, quali presunzioni sono considerate ragionevoli, su chi gravano gli oneri probatori, ecc. In questa prospettiva la pretesa di ottenere la dimostrazione certa di determinati effetti può giocare lo stesso ruolo castrante del diritto *antitrust* che in tutti questi anni è stato giocato dalla teoria del *consumer welfare*. Significativa a questo riguardo l'osservazione di L. MCCALLUM, I. BERNAERTS, M. KADAR, J. HOLZWARTH, D. KOVO, M. LAGRUE, E. LEDUC, L. MANIGRASSI, J. MARCOS RAMOS, I. PEREIRA ALVES, V. POZZATO, P. STAMOU, *European Commission Competition Policy Brief*, 1/2023, *A Dynamic and Workable Effects-based Approach to Abuse of Dominance*, 4, nt. 30) secondo cui una implementazione troppo rigida del principio dell'"effect-based approach" può rendere la repressione delle pratiche restrittive della concorrenza eccessivamente difficoltosa o addirittura impossibile, per esempio quando in nome di questo principio si richieda «...a nexus of full causality between the conduct and the anticompetitive effects or ... a finding of actual effects to show an abuse».

⁵³ B. ORBACH, *The Consumer Welfare Controversy*, in *CPI Antitrust Chronical*, Nov., 2019, 19: «The most distinctive characteristic of the CW standard is that it has multiple interpretations, none of which is consistent with the ordinary meanings of the label "consumer welfare"».

plicato, finisce per operare di fatto più a vantaggio delle grandi imprese a vocazione monopolistica⁵⁴ che a vantaggio dei consumatori⁵⁵. In effetti lo scopo (più o meno) dichiarato e, in ogni caso, l'effetto principale e immediato prodotto dall'impostazione suggerita dalla scuola di Chicago e divulgata da Bork, fu proprio quello di demolire la rilevanza che le teorie della *workable competition* e della c.d. *Structure, Conduct, Performance*, attribuivano alla esistenza di un eccessivo potere di mercato o di profitti eccezionalmente superiori alla media⁵⁶. In questo modo il diritto *anti-trust*, cessa di essere «*a comprehensive charter of economic liberty*»⁵⁷ e si pone al servizio di una incontrollata accumulazione: qualsiasi politica di monopolizzazione, qualsiasi crescita di profitti o di potere di mercato, diventa lecita, alla sola condizione che non comporti una diminuzione quantitativa dell'offerta.

Venendo ad aspetti più specifici, e cominciando dal tema dell'univocità del criterio, il primo, e più evidente, punto che merita di essere sottolineato, è che i consumatori – non diversamente da quanto abbiamo già visto accadere ai soci – non hanno necessariamente tutti le stesse preferenze e gli stessi interessi. Molto spesso, ciò che aumenta il benessere di un gruppo di consumatori diminuisce quello di un altro.

L'esempio delle carte di credito, recentemente tornato alla ribalta nel caso *Amex*⁵⁸, dimostra ciò con estrema chiarezza. Il divieto di praticare sconti a chi paga in contanti⁵⁹ pattiziamente imposto dagli emittenti carte di credito ai negozianti, fa sì che il costo delle carte di credito, sopportato nell'immediato dai commercianti che pagano il servizio agli emittenti, venga poi dai primi traslato sui consumatori e ripartito (in forma di aumento generalizzato dei prezzi) in modo uniforme su tutti. Coloro che pagano in contanti finiscono così per “sussidiare” coloro che preferiscono usare le carte di credito⁶⁰.

⁵⁴ Come ben si comprende quando si legge la singolare affermazione di Justice Scalia, in *Verizon Communs, Inc. v. Trinko, LLP*, 540 U.S. 2004, 398, 407, secondo cui il monopolio «...is not only not unlawful; it is an important element of the free-market system».

⁵⁵ Conclusione non del tutto sorprendente per chi consideri che la preoccupazione principale del più noto elaboratore della teoria in questione sembra essere stata proprio quella di sottrarre le grandi imprese al giudizio di tendenziale illegittimità dei loro comportamenti suggerito dal riferimento alla concorrenza perfetta e, in parte, anche dal riferimento alla c.d. *workable competition*. R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 59 s. e 104 s.

⁵⁶ Come è stato osservato (ad es. da R.J. PERITZ, *A Counter-History of Antitrust Law*, in *Duke L. J.*, 1990, 263) la vena populista e antistatuale presente nel pensiero di Bork contribuì ad occultare il suo pregiudizio in favore della tolleranza verso i grandi monopoli.

⁵⁷ V. sopra, nt. 5.

⁵⁸ *Ohio v. American Express Co.*, 138 S. Ct. 2018, 2274.

⁵⁹ Nel caso *Amex* l'oggetto del divieto imposto ai commercianti era la possibilità di fare sconti ai clienti che pagano con altre carte di credito meno costose, per il commerciante, di quelle emesse da American Express.

⁶⁰ Come riconoscono anche due sostenitori del criterio del *consumer welfare* (D. MELAMED, N.

Se il patto contenente il divieto di sconti fosse vietato, è evidente che coloro che pagano in contanti (o che usano carte di credito meno costose) e possono ottenere per questa ragione sconti, starebbero meglio, mentre gli utilizzatori di carte di credito (più costose per il negoziante) starebbero peggio.

In assenza di un criterio ragionevole, ed accettato, di misurazione interpersonale dei benessere, questo esempio ci dimostra che in tutti i casi in cui esistono possibili conflitti tra le preferenze dei consumatori interessati da una certa pratica *antitrust*, il criterio dell'aumento del *consumer welfare* non è in grado di stabilire se questa pratica va considerata lecita o illecita.

Ciò premesso, è agevole constatare che i casi in cui esistono contrasti tra gli interessi o le preferenze dei consumatori sono importanti e numerosi⁶¹. Esemplicando: nel caso del c.d. *predatory pricing* possiamo avere consumatori propensi al rischio, che preferiscono la liceità delle vendite sotto costo anche a fronte del pericolo che in tal modo si favorisca la formazione di un monopolio, e consumatori avversi al rischio, che preferiscono la soluzione opposta. Nel caso delle intese verticali, di prezzi imposti e di esclusive giustificate dalla difesa contro la pratica del *discount*, possiamo avere consumatori interessati ai servizi forniti dagli esclusivisti, e consumatori che non sono interessati, e preferirebbero godere di sconti⁶². Nel caso dei *tying contracts* possiamo avere consumatori pressoché indifferenti, o che volentieri comprano i prodotti abbinati, e consumatori che in assenza del *tying* non comprerebbero nessuna unità del prodotto legato, o che ne comprerebbero meno, o che preferirebbero scegliere accoppiamenti diversi da quelli imposti, ecc.

L'avvento delle piattaforme aumenta, se possibile, l'intensità dei possibili conflitti di interessi tra gruppi diversi di consumatori. Molto spesso il gestore della

PETIT, *The misguided assault on the consumer welfare standard in the age of platform markets*, in *Rev. of Industrial Organization*, 2019, 741) «In effect, the no-steering rules required users of less expensive cards to subsidize American Express cards and removed any incentive cardholders would otherwise have to take the cost of using the Amex card into account when deciding whether to use it».

⁶¹ Come ho cercato di sottolineare in più occasioni, v. ad es. F. DENOZZA, *The future of antitrust: Concern for the real interests at stake, or etiquette for oligopolists?*, in questa *Rivista*, 1/2017, e già prima ID., *Intellectual Property and Refusal to Deal: "Ad Hoc" v. "Categorical" Balancing*, in *Competition Law and Intellectual Property*, ed. by G. CAGGIANO, G. MUSCOLO, M. TAVASSI, Wolters Kluwer, 2012, 259; ID., *Aggregazioni arbitrarie v. «tipi» protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 1057. Altri esempi, e relative implicazioni, sono illustrati da J. NEWMAN, *The Output-Welfare Fallacy: A Modern Antitrust Paradox*, in *Iowa L. Rev.*, 2021, 563.

⁶² In *Leegin Creative Leather Products, Inc. v. PSKS, Inc.*, 551 U.S. 2007, 877, il famoso caso in cui la Corte Suprema modificò la regola del divieto *per se* del prezzo imposto (in vigore da quasi un secolo) il produttore di lussuosi beni di moda aveva giustificato l'adozione di questa prassi con lo scopo di evitare che gli sconti praticati nella vendita del suo prodotto potessero rovinarne la prestigiosa reputazione. Quanto una simile prassi possa aumentare il benessere di tutti i consumatori ciascuno può da sé valutare.

piattaforma si trova a fare scelte di tipo decisamente distributivo che aumentano, o diminuiscono, il benessere degli utenti di uno dei due lati della piattaforma a scapito, o a vantaggio, degli utenti dell'altro lato (si pensi alle tariffe dei servizi auto, o delle sistemazioni alberghiere, offerte da piattaforme come Uber o come Airbnb, dove esiste un conflitto evidente ed immediato tra gli interessi di chi fornisce materialmente i servizi e chi ne usufruisce).

In questi casi, anche a voler considerare la questione dal solo punto di vista dei consumatori, è facile immaginare che essi possano avere preferenze diverse sul modo di conciliare le esigenze dei due lati della piattaforma. Ad es., alcuni utenti di carte di credito potrebbero preferire che gli emittenti competano sui costi, e quindi sui compensi richiesti ai negozianti che, come si è detto, incidono sul prezzo finale dei prodotti che costoro vendono, mentre altri potrebbero preferire la competizione sulla qualità dei benefici assicurati ai titolari della carta.

Da un altro punto di vista, si può pensare alla raccomandazione dei prodotti, che è una delle molte pratiche controverse messe in opera dalle piattaforme. Uno degli aspetti più delicati di questa prassi pone di fronte all'alternativa tra l'imporre alla piattaforma un trattamento imparziale di tutti i venditori, oppure consentirle di organizzare le raccomandazioni nel modo per lei più redditizio, fino al punto da chiedere compensi ai produttori dei prodotti presentati nel modo più favorevole.

In quest'ultimo caso, le raccomandazioni della piattaforma saranno maggiormente volte ad indirizzare i consumatori non solo verso un generico aumento degli acquisti, ma anche, e soprattutto, ad orientare i loro acquisti verso i prodotti delle imprese che pagano maggiori commissioni. Se si osserva la pratica dal punto di vista dei consumatori, evidente essendo che non tutti hanno uguali capacità di attenzione e di controllo, sarà facile constatare che coloro che sovvenzioneranno le maggiori commissioni che i venditori pagheranno alle piattaforme, saranno i consumatori più vulnerabili alle raccomandazioni stesse.

Discorso analogo può essere fatto per la c.d. clausola della nazione più favorita, quella con cui un'impresa chiede ai suoi fornitori l'impegno a non assicurare a nessun'altra impresa condizioni (in genere prezzi, ma anche specie e qualità di prodotti) migliori di quelli di cui gode lei. Osservata dal punto di vista dei consumatori, questa clausola (per esempio, l'albergo che si serve di una piattaforma si impegna a non praticare a nessuno prezzi inferiori a quelli che espone sulla piattaforma stessa), può garantire i consumatori che si fermano alla prima piattaforma, mentre il divieto di assumere questo vincolo, e la conseguente possibile varietà di prezzi rinvenibili sulle piattaforme o ottenibili dalla trattativa diretta con il fornitore, favorisce i consumatori che sanno cercare le offerte migliori.

Da tutto quanto sopra deriva che quasi tutte le più importanti scelte in materia di *antitrust* comportano la necessità di risolvere conflitti, e di operare bilancia-

menti, anche tra gli interessi di diversi gruppi di consumatori⁶³. In questa situazione, il criterio del *consumer welfare* non fornisce alcun parametro di giudizio che possa essere considerato oggettivo od imparziale. La conseguenza dell'uso di questo criterio è per lo più quella di far dipendere dai calcoli di convenienza delle imprese le decisioni dalle quali deriverà che alcuni consumatori saranno favoriti e altri sfavoriti, alcuni interessi saranno protetti, ed altri no.

b) *Esternalità ed effetti sistemici.*

Un'altra serie di difetti della teoria del *consumer welfare* è connessa al modo in cui raccorda l'analisi del singolo mercato di cui propone di misurare l'andamento (dei prezzi e) dell'*output*, con la considerazione del sistema complessivo in cui tale mercato è inserito.

Va anzitutto rilevato, a questo riguardo, che i sostenitori di questa teoria hanno abbandonato l'obiettivo di perseguire la concorrenza perfetta e l'equilibrio economico generale, ma non hanno rinunciato all'abitudine di ragionare sul mercato come se questo avesse una naturale tendenza, che in realtà non ha, ad essere equilibrato e competitivo⁶⁴. L'analisi in astratto dei possibili effetti delle varie pratiche viene condotta immaginando un contesto generale corrispondente proprio a quel mercato concorrenziale ed equilibrato la cui realizzazione è stata espulsa dal novero degli obietti del diritto *antitrust*.

Ne deriva così, ad es., la tendenziale svalutazione dell'importanza delle barriere all'ingresso e, in particolare, di quelle connesse alla dimensione, all'organizzazione e alle stesse maggiori conoscenze⁶⁵ dell'impresa *incumbent*⁶⁶. Questa

⁶³ Come osserva M. GLICK, *How Chicago Economics Distorts "Consumer Welfare" in Antitrust*, in *The Antitrust Bulletin*, 2019, 495, «Only in a situation where there are no losers can we reliably conclude that welfare has increased, and even in that case, it is not possible to prove that a welfare increase is more than trivial. In any case, antitrust enforcement never involves unanimous agreement between the parties, which is what would be required to eliminate any losers».

⁶⁴ Come osserva J. STIGLITZ, (nt. 49), 5: «Modern economic theory (including advances associated with information asymmetries and game theory) has rejected all of the central tenets of Chicago School. In particular: (a) Even competitive markets are not, in general, efficient ... Markets are not, in general, competitive ...». V. anche T. PHILIPPON, *The Great Reversal*, eBook Harvard University Press, 2019, 287 s., free markets «... are more the exception than the rule».

⁶⁵ Come già notava un recensore della prima edizione del classico libro di Posner, (P. DIAMOND, *Posner's Economic Analysis of Law*, in *Jurimetrics Journal*, 1974, 60, 61) «Particularly in a book where transaction costs play a major role, we would expect existing firms to have at least an informational advantage, vis-à-vis customers, relative to potential firms».

⁶⁶ Il tema delle barriere all'ingresso è significativo e meriterebbe una discussione approfondita. In effetti R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 310 ss., in particolare 328s., per svalutare la loro importanza ricorre continuamente alla distinzione tra barriere naturali e barriere artificiali e sostiene (329) che il riferimento alle barriere naturali ha una funzione puramente descrittiva e non fornisce nessuna indicazione prescrittiva (ad es., il mercato della produzione di automobili ha sicuramente

svalutazione è basata, tra l'altro, sull'idea che il mercato del credito funzioni perfettamente e che qualsiasi impresa entrante possa agevolmente trovare, a fronte di un serio piano industriale, tutti i finanziamenti necessari a sostenere il suo ingresso anche nei mercati più concentrati⁶⁷. Gli ostacoli che al funzionamento di questo meccanismo di mercato possono derivare dai problemi inerenti alle informazioni, all'esatta misurazione dell'entità dei rischi e delle probabilità di successo, alla migliore conoscenza che l'impresa *incumbent* ha del mercato e delle sue possibilità di sviluppo ecc. sono completamente ignorati.

Ancora più in generale, questo modo di ragionare ha prodotto la tesi, che ha goduto di immeritata risonanza, secondo cui i c.d. falsi positivi (i casi in cui un certo comportamento pro-concorrenziale viene giudicato, a torto, come limitativo della concorrenza) sono più pericolosi dei c.d. falsi negativi (i casi in cui viene giudicato lecito un comportamento in realtà anticoncorrenziale)⁶⁸. La ragione addotta è che i secondi possono essere corretti dal mercato, mentre per correggere i primi occorre aspettare un mutamento di orientamento giurisprudenziale.

Trattasi di tesi il cui traballante sostegno è una idealizzazione delle capacità di riequilibrio del sistema che non trova riscontro nella teoria⁶⁹ e che, a quanto risulta dall'osservazione dei mercati prodotti da alcuni decenni di applicazione lassista del diritto *antitrust*, è clamorosamente smentita dalla realtà⁷⁰.

barriere all'ingresso "naturali" più elevate del mercato della produzione del pane, ma non si può certo pensare di eliminarle in modo da rendere l'ingresso nei due mercati ugualmente facile). Bork sembra così sottovalutare la possibilità, che invece è, in una prospettiva *antitrust*, perfettamente sensata, che barriere all'ingresso pur "naturali" possano essere sfruttate dalle imprese *incumbent* e che perciò i comportamenti tenuti dalle imprese su questi mercati debbano essere oggetto, da parte delle autorità *antitrust*, di un esame più severo di quello ritenuto adeguato per mercati con barriere naturali meno elevate.

⁶⁷ R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 522. In tal modo viene, ad esempio, svalutata la difficoltà dell'ingresso c.d. a due livelli – produzione e distribuzione – nelle situazioni in cui l'impresa *incumbent*, integrata verticalmente, ha monopolizzato anche la distribuzione, e l'impresa entrante deve perciò attrezzarsi per operare anch'essa immediatamente a due livelli.

⁶⁸ F. EASTERBROOK, *Comparative Advantage and Antitrust Law*, in *California L. Rev.*, 1987, 983.

⁶⁹ M. STUCKE, A. EZRACHI, *The Rise, Fall, and Rebirth of the U.S. Antitrust Movement*, in *Harvard Bus. Rev.*, 2017: «The mythical ability of the markets to self-correct becomes doubtful as concentration levels increase, network effects shield the winners, and commercial strategies enable the entrenched to control and limit disruptive innovation».

⁷⁰ Il fenomeno è complesso, difficile da inquadrare teoricamente (penso in particolare ai problemi che affliggono i vari indici di concentrazione dei mercati) e oggetto di differenti analisi empiriche. Mi sembra in ogni caso che le tesi che sottolineano la crescita della concentrazione e del potere di mercato sono prevalenti su quelle che cercano di sminuire la rilevanza del fenomeno. V. per una descrizione generale dell'evoluzione recente, The White House, Council of Economic Advisers, Issue Brief, April 2016, *Benefits of Competition and Indicators of Market Power*, Apr. 2016, https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/page/files/20160414cea_competition_issue_brief.pdf 6, che così ne riassume i tratti principali: «(1) increasing concentration across a number of industries, 2)

Analoga fede nelle capacità di autocorrezione del mercato sta alla base della clamorosa sottovalutazione dei problemi connessi alla creazione di imprese c.d. *too big to fail*.

Anche qui l'errore di giudizio dipende dal fatto che la valutazione è ottusamente limitata all'analisi del livello di concorrenzialità dello specifico mercato considerato⁷¹. Nel caso degli intermediari finanziari, che tanti problemi hanno poi creato durante la crisi del 2007/2008, constatata l'esistenza su un dato mercato di una sufficiente concorrenza (e messa tra l'altro da parte la necessità di spiegare come mai un settore supposto così concorrenziale potesse avere profitti così superiori alla media) non è stato difficile giustificare la tolleranza verso un processo di concentrazione i cui esiti hanno sicuramente contribuito ad aggravare i problemi della crisi.

Credo anche che la teoria in questione stia suggerendo oggi, con riferimento alle piattaforme, un analogo errore di sottovalutazione dei pericoli sistemici creati da mercati dominati da poche grandi imprese.

A ciò si aggiunga che la focalizzazione su un certo mercato, e sugli effetti per i consumatori di quello specifico prodotto, conduce ad ignorare i problemi di allocazione complessiva delle risorse. Se il prodotto viene reso artificialmente meno caro, ciò non è necessariamente un bene dal punto di vista sociale perché impli-

increasing rents, in the form of higher returns on invested capital, across a number of firms, and 3) decreasing business and labour dynamism».

Per quanto riguarda la concentrazione v., J. STIGLITZ, *America Has a Monopoly Problem – and It's Huge*, in *The Nation*, 23 October 2017; v. anche le conclusioni cui pervengono J. DE LOECKER, J. ECKHOUT, *Global market power*, National Bureau of Economic Research, 2021, 26: «While there is a lot of variability across countries and regions, we find a remarkable pattern of rising aggregate markups across most countries in the world, especially in the developed countries. Globally, aggregate markups rise from 1.1 in 1980 to 1.6 in 2016. Firms now sell 60% over marginal cost compared to 10% over cost back then». V. anche T. FRANCIS, R. KNUTSON, *Wave of Megadeals Tests Antitrust Limits in U.S.*, in *The Wall Street Journal*, Oct. 18, 2015 («A growing number of industries in the U.S. are dominated by a shrinking number of companies»); T. HORTON, *Fairness and Antitrust Reconsidered: An Evolutionary Perspective*, in *Mc George L. Rev.* 2014, 823, 838 e nota 111 («...dramatic increase in concentration»); S. DAVIES, *Competition and concentration: Charting the faultlines*, *Centre for Competition Policy and School of Economics, University of East Anglia CCP Working Paper*, 2021, 21-11; L. DAVIS, O. ORHANGAZI, *Competition and monopoly in the US economy: What do the industrial concentration data show?* in *Competition & change*, 2021, 3; G. GRULLON, Y. LARKIN, R. MICHAELY, *Are US industries becoming more concentrated?* in *Rev. of Finance*, 2019, 697.

Per quanto riguarda l'aumento della disuguaglianza, v. A. ATKINSON, *Inequality*, Cambridge-London, Harvard University Press, 2015; E. WOLFF, *Household wealth trends in the United States, 1962-2013: What happened over the great recession?*, National Bureau of Economic Research, 2014; T. PIKETTY, *Le capital au XXI^e siècle* Paris, Seuil, 2013; J. STIGLITZ, *The Price of Inequality*, New York-London, W.W. Norton & Company, 2012.

⁷¹ Come osserva J. STIGLITZ, (nt. 49), 7: «More generally, competition policy should be concerned not just with the *existence* of competition, but with the nature of competition [corsivo di J.S.]».

cherà un consumo di quel prodotto superiore a quello che sarebbe il livello ottimale. L'esempio fatto pocanzi delle carte di credito illustra anche questo aspetto. Come si è detto, una parte dei costi è stata di fatto scaricata sui commercianti e sui consumatori che pagano in contanti. «Thus, credit card users had not incentive to use a more efficient payments mechanism»⁷².

Da ultimo, va sottolineato che maggiore attenzione dovrebbe esser prestata agli effetti “esterni che possono essere prodotti su altri mercati e sui consumatori diversi da quelli del mercato considerato”⁷³. Nel caso delle piattaforme è per esempio evidente che i loro comportamenti non hanno effetti solo sui consumatori che usufruiscono dei loro servizi, ma anche sui consumatori che non li utilizzano⁷⁴.

c) *Potere economico, short-termism e miopia.*

Nella prospettiva del *consumer welfare* il potere economico delle imprese, quando non comporta immediate diminuzioni dell'*output*, è considerato irrilevante (e addirittura benefico, quando si possa presumere che il potere sia premio e incentivo per il progresso e l'innovazione).

Si potrebbe in un certo senso dire che l'orientamento ispirato alla teoria del *consumer welfare* è sostanzialmente disposto a scambiare soldi contro potere. Se il potere economico produce efficienza (più beni a minor prezzo), lo si accetta, quale che sia la sua potenzialità oppressiva. Qualsiasi potere che possa garantire qualche centesimo di prezzo in meno viene in sostanza legittimato.

In una prospettiva sociale questa posizione è assolutamente inaccettabile. Nessuno di noi riconoscerebbe, credo, come auspicabile e legittimo il potere di uno schiavista efficiente e benevolo.

Anche dal punto di vista strettamente economico, la prospettiva di sottovalutazione del potere suggerita dalla teoria del *consumer welfare* non è però condivisibile.

Non condivisibile è, ad esempio, l'implicazione secondo cui l'impresa dominante sarebbe legittimata ad usare il suo potere nei confronti delle imprese concorrenti che sono considerate meno efficienti di lei. Si tratta del famigerato “as efficient competitor” test⁷⁵ (variamente utilizzato anche dalla giurisprudenza europea⁷⁶).

⁷² J. STIGLITZ, (nt. 49), 8.

⁷³ Ad onor del vero, va ricordato che R. BORK, *The Antitrust Paradox*, (nt. 1), 114, si pone il problema dell'incapacità dei prezzi di mercato di prendere in considerazione i costi sociali creati dalle esternalità. Ritene però che questo tipo di problemi debba essere risolto dai legislatori con l'emanazione di apposite norme e non debba rilevare ai fini dell'interpretazione del diritto *antitrust*.

⁷⁴ K. BASU, A. CASPI, R. HOCKETT, *The Law and Economics of Markets with Digital Platforms*, Cornell Law School research paper No. 20-32, October 16, 2019.

⁷⁵ R. POSNER, *Antitrust Law*², Chicago, University of Chicago Press, 2001, 193 ss.

⁷⁶ V. in argomento, tra i più recenti, R. DI GIOVANNI BEZZI, *A Tale of Two Cities: Effects Analy-*

A parte il fatto che la convivenza sullo stesso mercato di imprese con livelli di efficienza diversi è assolutamente normale, a parte, inoltre, il fatto che il test non può essere sensatamente applicato all'ipotesi di prodotti differenziati, il punto centrale è che ogni situazione è il risultato di un processo⁷⁷ e se l'*antitrust* rinuncia a governare i processi, e si limita a valutare ciò che si presenta situazione per situazione, finisce per legittimare situazioni che magari sono sì migliori delle alternative al momento possibili, e sono però molto peggiori delle alternative che un diverso processo avrebbe potuto mettere a disposizione⁷⁸.

A me sembra che qui si ponga un problema in qualche modo analogo a quello che si pone con riferimento alla c.d. teoria dell'unico profitto di monopolio. Come è noto, quest'ultima teoria sostiene che l'impresa che possiede un potere su un certo mercato può estrarre l'intero profitto monopolistico dalla vendita del prodotto che controlla, e non può aumentare tale profitto integrandosi a monte, o a valle, del mercato su cui ha potere⁷⁹.

sis in Article 102 TFEU Between Competition Process And Market Outcome, in *J. of European Competition L. & Practice*, 2023, 83. Il ridimensionamento dell'importanza di questo test è uno dei punti caratterizzanti la modifica agli *Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti* (comunicazione 2023/C 116/01 del 31 marzo 2023) su cui v. L. MCCALLUM *et al.*, (nt. 52).

⁷⁷ Come rileva giustamente M. GRILLO, *Neoliberalismo e antitrust*, in *Esiste uno stile giuridico neoliberale?*, a cura di R. SACCHI, A. TOFFOLETTO, Milano, Giuffrè, 2019, 191, 227 s., in una prospettiva dinamica l'efficienza non può mai essere di per sé la giustificazione di un'esclusione, perché altrimenti si impedisce alle imprese, in un dato momento meno efficienti, di svilupparsi e di fare in futuro concorrenza all'*incumbent* (la questione ha importanti implicazioni di filosofia economica su cui v. ora M. GRILLO, *Market competition, efficiency and economic liberty*, in *International R. of Econ.*, 2023, 1). La tesi è criticata da M. LIBERTINI, *Sulla nozione di libertà economica (On the notion of economic liberty)*, in *Moneta e Credito*, 2019, 301, 310, il quale evoca il pericolo di una deriva protezionistica, di cui potrebbero beneficiare anche quelle imprese che non solo sono oggi meno efficienti, ma che sono destinate a restare per sempre tali. L'obiezione sottovaluta però il fatto che la maggiore efficienza dell'impresa *incumbent* viene invocata nell'"as efficient competitor" test per giustificare non un normale comportamento di mercato (ad es., abbassare in maniera uniforme i prezzi a tutti i clienti), i cui effetti, sul piano della selezione delle imprese più efficienti, tutti apprezzano, ma un potenziale abuso (ad es., fare sconti selettivi e mirati, congegnati in modo da colpire specifici concorrenti).

⁷⁸ Come rileva J. STIGLITZ, *Competition policy, the need for a more nuanced view*, in *Concurrentes*, 2019, «... if Korea had had to rely on the static comparative advantages of 1965, it would have remained a rice grower rather than becoming the industrial country that it has become, ...».

⁷⁹ Se il prezzo finale ottimale cui l'impresa monopolistica può vendere il suo prodotto x è pari a 10, e il guadagno ricavabile dalla distribuzione di x operata in condizioni di concorrenza è 2, il guadagno dell'impresa produttrice sarà necessariamente 8, sia che essa si limiti a produrre pagando 2 al distributore, sia che essa crei la propria distribuzione e paghi 2 a se stessa; il fatto di essere lei la distributrice del suo prodotto né le consente di venderlo a più di 10 senza perdere clientela, né, in assenza di precedenti distorsioni, le consente di spendere per la distribuzione meno dei 2 che spendeva prima; quindi qualora decidesse di ricavare dalla distribuzione 3 invece di 2, sarebbe costretta o a

L'inattendibilità di questa teoria è stata dimostrata sotto vari profili e con riferimento a diversi tipi di mercato⁸⁰.

Qui vorrei sottolineare la sottovalutazione del fatto che i rapporti di forza cambiano e se un'impresa riesce ad accrescere il suo potere di mercato, anche il prezzo, e il profitto monopolistico, ottenibili sul mercato, possono cambiare⁸¹.

Più in generale, se in base al criterio dell'efficienza consentiamo alle piattaforme di integrarsi verticalmente e lateralmente (dalla logistica agli aspirapolvere) e poi, in nome dell'efficienza che ha così acquisito, le consentiamo di governare il sistema integrato anche a costo di danneggiare i concorrenti, quando sarà poi diventata l'unica impresa in grado di vendere contemporaneamente i servizi di piattaforma, logistica e aspirapolvere, potremmo scoprire che qualsiasi prezzo vada a praticare è efficiente, per la semplice ragione che solo lei può offrire tutti questi servizi integrati. Insomma, consentendo all'impresa di abusare le diamo il potere di creare un contesto in cui lei è più efficiente dei concorrenti; questo divario di efficienza potrà allora legittimare nuovo potere e nuovi abusi, che consentiranno di creare un nuovo contesto e nuovi divari di efficienza, e così via⁸².

In un certo senso si manifesta qui un fenomeno che può essere qualificato come di natura analoga allo *short-termism* in materia societaria, cui ho già accennato. In entrambi i casi la possibilità di trovarsi di fronte ad un problematico futuro viene accettata in cambio di un (più o meno ipotetico) vantaggio presente. In entrambi i casi l'origine del problema sembra la stessa: l'applicazione della teoria

vendere al consumatore finale a 11, con perdita di clientela, o (se vuole mantenere il prezzo finale di 10) ad accettare, come produttrice, un guadagno pari a 7 invece che a 8.

⁸⁰ M. WHINSTON, *Tying, foreclosure, and exclusion*, in *The American Econ. Rev.*, 1990, 837. D. CARLTON, M. WALDMAN, *The Strategic Use of Tying to Preserve and Create Market Power in Evolving Industries*, in *RAND J. of Econ.*, 2002, 194; B. NALEBUFF, *Bundling as an entry barrier* in *The Quarterly J. of Econ.*, 2004, 159; E. ELHAUGE, *Tying, bundled discounts, and the death of the single monopoly profit theory* in *Harvard L. Rev.*, 2009, 397; E. IACOBUCCI, F. DUCCI, *The Google search case in Europe: Tying and the single monopoly profit theorem in two-sided markets*, in *European J. of L. and Econ.*, 2019, 15.

⁸¹ La curva di domanda non è evidentemente immutabile, ma dipende dalla situazione del mercato. La disponibilità del consumatore C a pagare un certo prodotto 10, costi di distribuzione compresi (v. l'esempio di nt. 79) dipende, in ipotesi, dal fatto che nella situazione data la migliore alternativa sarebbe quella di comprare a 9 il prodotto meno gradito di un concorrente dell'impresa dominante. Se quest'ultima riesce però a monopolizzare la distribuzione e ad eliminare il concorrente o a costringerlo ad aumentare il prezzo del suo prodotto da 9 a 10, è possibile che C, non avendo più l'alternativa di comprare a 9, divenga disponibile a comprare dall'impresa dominante ad 11.

⁸² Credo in sostanza che alcune pratiche dovrebbero essere vietate di per sé, anche quando poste in essere da un'impresa più efficiente. Per intendersi attraverso un caso limite, facciamo l'esempio dell'impresa che, avendo costi più bassi, può permettersi di investire una parte dei suoi guadagni nell'offerta di sconti e premi ai consumatori che fanno buone recensioni dei suoi prodotti. Io non credo che sarebbe accettabile un ragionamento che dicesse: le altre imprese non possono permettersi di pagare i loro clienti perché hanno costi maggiori e sono meno efficienti. Quindi, tanto peggio per loro.

dei prezzi ingenera la pretesa di tener conto solo di ciò che si pensa di poter agevolmente misurare e “prezzare”⁸³.

Analoghi problemi pone un altro diffuso modo di pensare, quello secondo cui la limitazione della possibilità di godere di profitti monopolistici ridurrebbe la propensione all’innovazione. Anche qui si perde di vista la dinamica complessiva del processo⁸⁴, che non è caratterizzata solo dal semplicistico meccanismo per cui maggiori sono i premi, maggiore è l’impegno a vincere la gara. Il problema è, invece, che garantire a chi è momentaneamente in vantaggio una protezione legale eccessiva, può scoraggiare gli altri concorrenti, e può anche ridurre l’impegno complessivo (chi è in vantaggio si trincererà dietro alla protezione legale e sarà meno incentivato ad innovare)⁸⁵.

Questi ragionamenti (un concorrente altrettanto efficiente, un solo profitto di monopolio, una protezione monopolistica per chi innova, ecc.) condividono un vizio teorico di fondo. Tutti usano un riferimento ad una visione statica⁸⁶, per di più parziale⁸⁷, quando occorrerebbe valorizzare, invece, una visione complessivamente processuale e dinamica⁸⁸.

⁸³ La pandemia connessa al Covid 19 ha tragicamente illuminato il punto, quando ci ha fatto scoprire la miopia del calcolo puramente economico che aveva indotto a trasferire l’intera produzione di certi presidi medici in paesi a basso costo del lavoro e a perdere così ogni controllo sulla loro fornitura.

⁸⁴ Oltre tutto si ignora che non sempre esiste la garanzia che qualità, tempi e modi di affermazione dell’innovazione siano tali da implicare che la sua diffusione possa avere effetti socialmente positivi. V. al riguardo ad es., C. SCHUBERT, *Is novelty always a good thing? Towards an evolutionary welfare economics*, in *J. Evolutionary Econ.*, 2012, 585.

⁸⁵ P. AGHION, C. HARRIS, P. HOWITT, J. VICKERS, *Competition, imitation and growth with step-by-step innovation*, in *The Rev. of Econ. Studies*, 2001, 467. Anche nelle più rigide impostazioni “schumpeteriane”, e anche a volere privilegiare il solo punto di vista dell’incentivo alla innovazione (lasciando quindi da parte altre importanti questioni a cominciare da quelle distributive), gli effetti positivi sull’innovazione che possono essere prodotti dalla protezione contro la concorrenza (tramite brevetti o in altro modo) dell’impresa innovatrice, devono essere confrontati con gli effetti positivi che, sempre sull’innovazione, possono essere prodotti da una intensa concorrenza. Cfr. P. AGHION, *Innovation and growth from a schumpeterian perspective*, in *Revue d’économie politique*, 2018, 693.

⁸⁶ Anche il recepimento della schumpeteriana teoria del potere monopolistico come incentivo all’innovazione si limita, nonostante roboanti dichiarazioni in favore del dinamismo, a proiettare nel futuro la situazione passata (suppone cioè che l’impresa che ha innovato sarà incentivata, e continuerà, ad innovare) senza porsi il problema del mantenimento e sviluppo della varietà delle imprese presenti sul mercato, che in una prospettiva realmente dinamica, è fondamentale al fine di assicurare una sufficiente pressione in direzione di un’innovazione multiforme ed effettiva. Alla fine anche i sostenitori della prospettiva dinamica finiscono per lo più per prelevare dal pensiero di Schumpeter quella parte che converge verso l’obiettivo, come si è visto tipicamente *Chicagoan*, di un depotenziamento del diritto *antitrust* (su questo aspetto del pensiero di Schumpeter v. R. ARENA, *Schumpeter and Schumpeterians on competition: some policy implications*, in *J. of Evolutionary Econ.*, 2017, 161).

⁸⁷ Già O. WILLIAMSON, *Economies as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs*, in *Am. Econ.*

Nel complesso ciò che anche qui emerge è una realtà ben diversa da quella che la teoria in questione pretende. Il criterio da essa proposto, ben lungi dal presentarsi come dotato di precisione, e di tendenzialmente facile misurabilità, si rivela in realtà come caratterizzato o da inaccettabile miopia, là dove ignora il margine di incertezza che caratterizza lo sviluppo dei mercati, e la necessità di impedire alle imprese dominanti di controllarla a proprio favore, o da assoluta superficialità, là dove pensa di poter applicare un semplice schema in cui l'innovazione è linearmente incentivata dalla tolleranza di posizioni monopolistiche.

d) *Una prospettiva di allargamento del novero degli interessi protetti.*

Una delle cause principali dei poco apprezzabili risultati sinora illustrati, è un vizio di fondo, che è connesso al modo in cui si è cercato di sottrarre al modello della concorrenza perfetta ogni pur minima valenza normativa.

In realtà quella di concorrenza perfetta è l'unica nozione in grado di fornire indicazioni tendenzialmente precise e di individuare un modello di pratica sicuramente lecita: quella di chi vende il suo prodotto al prezzo che il mercato gli impone di scegliere, a tutti coloro che glielo chiedono e praticando a tutti le stesse condizioni.

Una volta che si sia accettato che l'idea di vietare tutti i comportamenti non conformi alle indicazioni provenienti da questo modello è palesemente impraticabile (e forse anche inopportuna), si pone il problema di proporre altri criteri di valutazione.

La pretesa della teoria del *consumer welfare* è, come si è visto, quella di presumere che quasi tutti i comportamenti, che sarebbero, per loro natura, anticoncorrenziali da un punto di vista di concorrenza perfetta, siano invece da considerare tendenzialmente pro-concorrenziali e che esista un criterio preciso (l'andamento dell'*output*) in grado di identificare con certezza i (pochi) casi in cui potrebbero non esserlo.

Rev., 1968, 23, osservava: «Our partial equilibrium analysis suffers from a defect common to all partial equilibrium constructions. By isolating one sector from the rest of the economy it fails to examine interactions between sectors. Certain economic effects may therefore go undetected, and occasionally behavior which appears to yield net economic benefits in a partial equilibrium analysis will result in net losses when investigated in a general equilibrium context».

⁸⁸ Già Schumpeter aveva rilevato che la sovrapposizione di situazioni staticamente efficienti non dà risultati necessariamente positivi. Il fatto che situazioni successive siano ciascuna staticamente superiore alla precedente non vuole dire che si è "ottimizzato" perché ciò che conta non è quello che succede momento per momento, ma l'andamento complessivo del processo. La citazione esatta (J. SCHUMPETER, *Capitalism, socialism and democracy*, Harper and Brothers, 1942, 83) è la seguente: «A system – any system, economic or other – that at every given point of time fully utilizes its possibilities to the best advantage may yet in the long run be inferior to a system that does so at no given point of time, because the latter's failure to do so maybe a condition for the level or speed of long-run performance».

In realtà, una volta abbandonato il criterio della concorrenza perfetta, qualsiasi altro criterio si scelga deve necessariamente comportare opinabili valutazioni comparative e bilanciamenti tra diversi interessi. Il criterio dell'*output* e del benessere dei consumatori non sfugge, come si è visto, a questo destino. La sua peculiarità non è quella di evitare i bilanciamenti, ma quella di occultare i reali conflitti tra i diversi interessi (specie quelli tra diverse categorie di consumatori), e di proporre una visione degli interessi da bilanciare in cui l'interesse dell'impresa a porre in essere una certa prassi (per strana che tale prassi possa apparire dal punto di vista della comune concezione del processo concorrenziale) coincide tendenzialmente con l'interesse dei consumatori, e solo l'assolvimento di pensatissimi oneri probatori può ribaltare questa (del tutto arbitraria) presunzione.

Io credo che questa impostazione vada per lo più rovesciata. Anzitutto sul piano della considerazione dei vari interessi in gioco. Le prassi di cui stiamo discutendo sono in genere idonee, per loro natura o per la situazione in cui sono poste in essere, ad avere effetti direttamente negativi su gruppi di consumatori (anche magari non appartenenti al mercato considerato), o effetti negativi sistemici generali, o anche a pregiudicare le prospettive evolutive in termini di futura concorrenza, futura innovazione, ecc. Tutti gli interessi potenzialmente lesi da questi effetti, devono essere considerati, ed eventualmente bilanciati con l'interesse immediato a che si possano produrre (diminuzioni di prezzi ed) aumenti dell'*output*.

Uno dei primi effetti che dovrebbe produrre questa revisione dell'orizzonte degli interessi in gioco, unitamente alla consapevolezza che l'attitudine delle prassi delle imprese a produrre aumenti del benessere dei consumatori è molto meno diffusa di quanto si sia in questi ultimi decenni pensato, è una modifica delle presunzioni e delle distribuzioni degli oneri probatori oggi dominanti⁸⁹. In molti casi sarebbe saggio ripartire dall'idea che ci sono più motivi di supporre che le prassi che si discostano dal modello lineare sopra descritto siano anticoncorrenziali, di quanti ce ne siano per supporre il contrario, e che perciò gli oneri della prova tra attori e convenuti dovrebbero essere distribuiti in conseguenza, ribaltando sul convenuto l'onere di provare che la sua "anomala" prassi è in realtà in grado di produrre aumenti di concorrenza e/o di efficienza.

8. *Poteri economici privati e ruolo dei consumatori e dei soci.*

Entrambe le teorie in esame propongono una visione in cui i meccanismi di mercato – opportunamente sostenuti, se del caso, da interventi istituzionali – impongono al potere economico, quale che ne sia la natura o la dimensione, il vinco-

⁸⁹ Sull'opportunità di rivedere le regole in materia di presunzioni ed oneri della prova, v. C. SHAPIRO, *Antitrust: What went wrong and how to fix it*, in *Antitrust*, 2021, 33.

lo della massimizzazione dei benessere di soci e consumatori. Il potere, così imbrigliato, sembra non porre più alcun problema generale, di alcun tipo.

Come è largamente prevedibile, e come si è visto nei paragrafi precedenti, questa impostazione finisce in realtà per favorire (ben più che consumatori e soci) la crescita e l'esercizio discrezionale del potere delle imprese, liberate da ogni dovere di tipo sociale, e ampiamente protette contro ogni tentativo di regolazione pubblica dei loro comportamenti.

Vorrei sottolineare qui un altro punto (cui in parte ho anche già accennato) e cioè che l'enfatico riferimento a soci e consumatori in nessun modo annuncia un qualche programma di ampliamento della democrazia economica e di potenziamento dell'influenza che costoro possono esercitare sulle decisioni delle imprese.

Va ricordato, anzitutto, che i soci e i consumatori cui queste teorie fanno riferimento poco hanno a che fare con i reali soci e i reali consumatori. Con riferimento ad entrambe le categorie viene infatti messo in atto un processo di artificiosa omogeneizzazione e per ciascuna viene costruito una sorta di agente rappresentativo, le cui presunte preferenze definiscono in sostanza le curve di domanda dei prodotti (consumatori) e di offerta del capitale di rischio (soci) che le imprese fronteggiano.

Questo, e cioè il fatto di rappresentare per le imprese due curve importanti, con cui le imprese stesse non possono non fare i conti, rimane (come è sempre stato in un'economia mercantile) la fonte del contropotere di consumatori e soci. Per il resto, né il diritto *antitrust* ispirato dal *consumer welfare*, né il diritto societario ispirato dallo *shareholder value*, si preoccupano di aumentare il potere di queste due categorie e le loro capacità di controllo sulle imprese.

L'aumento del controllo collettivo (di soci e consumatori) sulle scelte delle imprese e l'effettivo potenziamento della libertà di scelta dei consumatori, o dei diritti dei soci di definire le politiche dell'impresa in cui hanno investito, sono obiettivi che non rientrano nell'orizzonte di queste teorie⁹⁰.

Il che diventa ancora più problematico quando si tenga conto che (come qui si è più volte ripetuto) l'obiettivo di massimizzare il benessere (sia esso quello dei

⁹⁰ Al tema del potere dei soci ho accennato prima, v. nt. 34 e testo corrispondente. V. anche in generale, L. BEBCHUK, *The case for increasing shareholder power*, in *Harvard L. Rev.*, 2004, 833; I. ANABTAWI, *Some skepticism about increasing shareholder power*, in *Ucla L. Rev.*, 2005, 561. T. MIRVIS, P. ROWE, W. SAVITT, *Bebchuk's Case for Increasing Shareholder Power: An Opposition*, in *Harvard L. and Econ. Discussion Paper*, 2007, 586. S. BAINBRIDGE, *Director primacy and shareholder disempowerment*, in *Harvard L. Rev.*, 2005, 1735. Con riferimento al diritto europeo, nella sua prima fase di elaborazione, S. GRUNDMANN, *European Company Law in transformation—strive for participation and sustainability*, in *Yearbook of European Law*, 2023, 5, osserva che «Minority shareholders as long-term claimants receive a guarantee that their share will not be diluted or 'watered down', but they are provided no guarantee of exercising their voting rights». Quanto ai consumatori, vedi il lavoro, particolarmente significativo, già nel titolo, di J. WRIGHT, D. GINSBURG, *The Goals of Antitrust: Welfare Trumps Choice*, in *Fordham L. Rev.*, 2012, 2405.

consumatori, o quello dei soci) è di fatto sostanzialmente indeterminato. In presenza di un vincolo a maglie così larghe, la rinuncia ad occuparsi di un rafforzamento degli strumenti con cui soci e consumatori potrebbero far pesare sulle scelte dell'impresa le loro concrete, specifiche, volontà, contribuisce a rendere largamente illusoria la possibilità che venga esercitato un effettivo controllo sociale sul potere dei gestori delle imprese.

9. *Le “esternalità sociali”: massimizzazione dell'output e valorizzazione delle azioni non garantiscono l'aumento del benessere complessivo.*

Una completa valutazione delle effettive conseguenze economico-sociali prodotte dal dominio delle due teorie in esame, richiederebbe una indagine storico-economica e storico-sociologica che non può essere compiuta qui. Autorevoli studiosi che tale indagine hanno direttamente compiuto sono giunti a conclusioni che ampiamente smentiscono l'idea che l'applicazione delle due teorie in questione abbia comportato un aumento generalizzato del benessere sociale⁹¹.

Sul piano teorico questo risultato non sorprende.

Volendo sintetizzare i molti difetti di queste teorie in un'unica considerazione, si può affermare che gli effetti delle scelte delle imprese, così come, a maggior ragione, quelli delle norme che tali scelte indirizzano, o omettono di indirizzare, sono effetti di carattere non solo economico, ma sociale⁹². Gli aspetti rilevanti dei fenomeni regolati vanno molto al di là del fatto che alcuni consumatori possano, o non possano, acquistare beni a prezzi più bassi, o che i soci vedano i propri investimenti remunerati in misura maggiore o minore.

Il sistema giuridico regola fenomeni che non sono riducibili ad una dimensione puramente economica. Le norme giuridiche hanno effetti sociali complessivi, che spesso i prezzi, anche intesi nella più “*unconventional*”⁹³ delle maniere, non sono in grado di registrare, e men che meno di misurare⁹⁴.

⁹¹ Agli effetti prodotti dalla teoria del *consumer welfare* in ambito *antitrust* ho già accennato, v. nt. 70. Per quanto attiene agli effetti prodotti dall'applicazione della teoria dello *shareholder value*, v. N. FLIGSTEIN, A. GOLDSTEIN, *The Legacy of Shareholder Value Capitalism*, in *Annual Rev. of Sociology*, 2022, 193.

⁹² Ho sostenuto questa tesi in F. DENOZZA, *Law and the social limits to pricing*, di prossima pubblicazione in *History of economic ideas*, special issue on Posner's book *Economic Analysis of Law*, n. 3/2023.

⁹³ Il termine è usato da R. POSNER, *Economic Approach to Law*, in *Texas L. Rev.*, 1975, 757.

⁹⁴ So bene che questo non è un discorso né semplice, né scontato. Il tema del rapporto tra l'economia, i suoi prezzi e la sua natura di sistema apparentemente chiuso e *disembedded* è al centro del funzionamento del capitalismo e quindi, non a caso, dell'attenzione di coloro che più approfonditamente riflettono sulle caratteristiche di questo sistema. Possiamo ricordare prima di tutti, il già evocato (nt. 25) Polanyi, con i suoi riferimenti al doppio movimento e alle *fictional commodities*

A ciò si aggiunga che, come si è visto, le interrelazioni sociali esistenti fanno sì che la formazione dei prezzi non avvenga in maniera decentrata, in singole contrattazioni indipendenti l'una dall'altra (che solo la mano invisibile coordina *a posteriori*). L'assunto (più o meno esplicito, ma comunque fondamentale, ai fini della sostenibilità delle due teorie) che i patti con cui gli interessati massimizzano le loro utilità, non incidono su legittimi interessi di terzi, e non ne diminuiscono il benessere, non tiene. L'esistenza di un ampio raggio di esternalità sociali impedisce qualsiasi tentativo di presumere che il benessere generale possa crescere, o decrescere, in rapporto a quello che succede al benessere di singoli gruppi di soci, o di consumatori.

L'idea che le norme possano essere trattate come prezzi (nel senso che definiscono i costi che conseguono alla tenuta di certe condotte), e che ci si possa limitare a prendere in considerazione solo i loro effetti economici, invece che i loro effetti sociali complessivi, è assolutamente inaccettabile.

Nel caso del diritto *antitrust* ciò è particolarmente evidente. La concorrenza non è infatti un meccanismo neutrale che si limita ad abbassare i costi ed i prezzi dei beni, lasciando tutto il resto invariato. La concorrenza è un fenomeno sociale, nel senso che il modo in cui essa si svolge incide non solo su costi e prezzi, ma sull'intera organizzazione della società.

Un esempio semplice e immediato può essere offerto dal caso già ricordato del mercato delle carte di credito. Il sussidio incrociato che, come si è visto, si realizza quando l'emittente può vincolare il negoziante a non fare sconti a chi paga in contanti, incentivando artificiosamente l'uso delle carte di credito, accelera l'a-

(specificamente: il lavoro, la terra e la moneta, che non sono risorse che possono essere prodotte a volontà in base alle richieste di mercato e nonostante ciò circolano come merci soggette al meccanismo dei prezzi e alla legge della domanda e dell'offerta). Possiamo ricordare poi il dibattito tra economisti e sociologi dell'economia, rinverdito alcuni decenni orsono dal celebre lavoro di Granovetter (M. GRANOVETTER, *Social structures and economic action: The problem of embeddedness*, in *American J. of Sociology*, 1985, 481), sui vari aspetti e sulle varie modalità in cui l'economia è nella realtà *embedded* in molteplici *network* di rapporti sociali. Ampiamente coinvolte in questa problematica (il rapporto tra il sociale e l'economico) sono anche la contrapposizione habermasiana (J. HABERMAS, *The theory of communicative action: Lifeworld and system: a critique of functionalist reason*, Boston, Beacon Press, 1985) tra sistemi e mondi vitali, e la critica (G. DELEUZE, F. GUATTARI, *Anti-Oedipus: Capitalism and Schizophrenia*, Minneapolis, University of Minnesota Press, 1983, 139) di una «...social machine that is constructed on the basis of decoded flows, substituting for intrinsic codes an axiomatic of abstract quantities in the form of money». Anche nel pensiero di J. RAWLS (*A Theory of Justice*, Cambridge, Harvard University Press, 1971) la questione affiora qua e là, ad es. dove (271) viene trattato il tema della duplice funzione, allocativa e distributiva, dei prezzi. Si tratta di modi molto diversi di avvicinare e presentare problemi che, nella mia opinione (che qui non ho lo spazio per discutere e dimostrare), presentano caratteristiche simili. In tutti i casi si tratta di capire fino a che punto la società è in grado di sopportare di essere governata da un sistema, come quello dei prezzi, magari per certi aspetti efficiente, ma non in grado di cogliere la complessità della società stessa e di dare adeguato peso a tutti i fattori che possono rendere una certa società più o meno vivibile, o invivibile.

vanzamento verso la c.d. *cash-less society*; quindi, verso fenomeni e conseguenze che non hanno natura solo economica, ma anche sociale.

Un esempio più estremo può essere fornito dai mercati in cui operano le piattaforme. I possibili effetti sociali del successo delle piattaforme potrebbero essere la scomparsa di certi tipi di attività commerciali, un aumento della disoccupazione (specialmente se le consegne saranno progressivamente affidate a droni o altri mezzi *self-driving*), una ulteriore diminuzione di quella già ridotta socialità che è comunque offerta dalla presenza di negozi, centri commerciali, ristoranti, alberghi, ecc. Quando si consente alle piattaforme di tenere comportamenti che danneggiano i concorrenti, e sono però ritenuti ammissibili per ragioni di efficienza, bisognerebbe considerare che queste scelte non incidono solo sugli aspetti monetari dei prezzi, ma sono in grado di accelerare (o viceversa, di ostacolare) ben più profonde trasformazioni sociali.

Un altro esempio, ancora più drammatico, possiamo formularlo con riferimento all'assegnazione delle risorse inerenti all'istruzione. Una assegnazione tendenzialmente ugualitaria e una assegnazione meritocratica produrranno due società completamente diverse, non solo sul piano pecuniario (nel senso di società più ricche o più povere), ma sul piano di quasi tutti i fattori che possono rendere una società degna di viverci.

Nessuno può negare, in conclusione, che una società *cash-less*, con i droni, con una *élite* di educati e una massa di bruti, è socialmente diversa da una società in cui esistono negozi, si paga con contanti e tutti sono mediamente educati. Il punto, evidente, è che non c'è ragione di supporre che tutti preferiscano l'una, l'altra o qualche specifico mix delle due società, e non c'è nessuna unità di misura che consenta di stabilire in modo certo ed univoco che una delle due è migliore dell'altra.

Si tratta di stati del mondo la cui rispettiva preferibilità si può solo valutare in base a giudizi di valore. Criteri costruiti sull'obiettivo di massimizzare i benessere, siano quello complessivo, o quello dei consumatori, o quello dei soci, ecc., non possono aiutare nella scelta. Nessuno può misurare con certezza i benessere esistenti nelle due società e confrontarli tra loro.

Ancor meno è ipotizzabile che una ipotetica compensazione, da parte di coloro che stanno meglio a favore di coloro che stanno peggio, possa effettivamente rimediare allo svantaggio di vivere in una società sgradita⁹⁵.

⁹⁵ Cfr. F. DENOZZA, *Fairness and welfare: are they really competing values?* in *Legal Orderings and Economic Institutions*, a cura di F. CAFAGGI, A. NICITA, U. PAGANO, 2007, New York, Routledge, 154.

10. *Le prospettive.*

Una valutazione complessiva delle critiche che si possono muovere all'impostazione dell'analisi economica suggerisce qualche riflessione finale.

La prima è che l'eventuale rifiuto degli elementi portanti su cui la teoria si fonda, non può comunque cancellare gli effetti che essa ha avuto sull'evoluzione della realtà e del pensiero giuridico degli ultimi decenni.

Un semplice ritorno alle impostazioni che dominavano la scena mezzo secolo fa non è ovviamente pensabile. Ciò per diverse ragioni, che evocano sia difficoltà di carattere pratico, sia temi di teoria del diritto.

Le ragioni pratiche attengono ai profondi mutamenti nel frattempo intervenuti e alla conseguente necessità di fare i conti con l'attuale realtà sociale ed economica, e, in particolare, con la regressione del prestigio e del potere degli stati, con la onnipresenza di mercati reali, e di situazioni comunque governate da logiche mercantili, con l'ideologia che ha sostenuto e sostiene questa espansione e con i vari aspetti, non sempre progressivi, delle spinte verso l'adozione di modelli diversi.

Ferme restando tutte le critiche sviluppate nel corso del presente lavoro, non si può poi ignorare che la prospettiva dell'analisi economica, e della teoria dei prezzi in particolare, colgono caratteristiche che sono effettivamente presenti nel reale funzionamento dei mercati e con le quali, nell'attuale contesto, non si può evitare di fare i conti. Il diritto, almeno fino a quando dovrà regolare una economia simile all'attuale, non può ignorare i meccanismi mercantili, e i problemi connessi al loro funzionamento. Può (a mio avviso, deve) affrontare tutto ciò con prospettive diverse da quelle suggerite dall'analisi economica, ma è ovviamente necessaria l'elaborazione di adeguate alternative.

Quanto alla teoria del diritto, le difficoltà nascono soprattutto dal fatto che l'analisi economica si occupa di problemi effettivamente rilevanti, soprattutto quelli che ha ereditato dall'elaborazione dei gius-realisti americani, e per i quali ha trovato le "soluzioni" a lei più convenienti.

Penso prima di tutto ai giganteschi problemi suscitati dal riconoscimento della discrezionalità interpretativa⁹⁶ connessa al fenomeno della incompletezza delle regole (legali e anche contrattuali)⁹⁷ e alla opacità del processo che conduce al

⁹⁶ Problemi che a mio avviso neanche elaborazioni originali e complesse come quelle di Dworkin (v. soprattutto R. DWORKIN, *Law's empire*, Cambridge, Harvard University Press, 1986) o Habermas (v. soprattutto J. HABERMAS, *Between Facts and Norms*, Cambridge, MIT Press, 1996) riescono a risolvere in modo soddisfacente. Altre riflessioni sull'argomento in F. DENOZZA, *Romanticismo, interpretazione e pensiero critico*, di prossima pubblicazione negli Studi in memoria di Rodolfo Sacco.

⁹⁷ Tema la cui importanza è attestata dall'attenzione che ha attirato. Ai lavori dei due premi Nobel citati a nt. 38, possiamo aggiungere quello di un terzo, cfr. O. WILLIAMSON, *Transaction cost economics: how it works; where it is headed*, in *De economist*, 1998, 23.

completamento e alla concretizzazione delle regole stesse⁹⁸. Qui l'analisi economica del diritto, dopo avere sostituito il formalismo giuridico tradizionale, basato sul riferimento alla natura e alla ragione, con un nuovo formalismo, costruito intorno alle nozioni di massimizzazione e di efficienza⁹⁹, ha inquadrato, e in, un certo senso, rivalutato la funzione giurisprudenziale ricorrendo all'immagine di un processo decisionale di tipo evolutivo, in cui le sentenze che adottano soluzioni non efficienti hanno maggiori probabilità di essere poste in discussione, e, alla fine, di essere corrette, di quante ne abbiano le sentenze che adottano soluzioni efficienti¹⁰⁰. In sostanza un processo governato da meccanismi simili a quelli di mercato, dove il prodotto più gradito al pubblico (le sentenze efficienti) tende progressivamente a prevalere, e ad eliminare il prodotto peggiore.

Penso, poi, al problema, centrale nella riflessione dei realisti, della confusa distinzione tra diritto privato e diritto pubblico¹⁰¹. L'analisi economica del diritto non ha nessuna difficoltà ad ammettere che le norme di diritto privato possano e, anzi, debbano, essere ispirate da criteri che non sono strettamente calibrati sull'analisi dei rapporti tra le due parti della relazione, e che sono invece funzionali ad obiettivi di carattere pubblico. Nella prospettiva di generalizzata massimizzazione proposta dall'analisi economica la distinzione tra pubblico e privato sostanzialmente scompare: tutte le norme, anche quelle più radicate nel tradizionale diritto privato "relazionale", devono rendersi portatrici delle esigenze di regolazione imposte dagli obiettivi di efficienza. Qui la "soluzione" è trovata nella immaginata fungibilità dei due tipi di intervento (quello che agisce direttamente sul versante regolamentare e quello che indirettamente incentiva i comportamenti efficienti dei privati)¹⁰². La scelta tra il ricorrere all'uno (precisi doveri, pubblica sorveglianza

⁹⁸ La critica alla (falsa) determinatezza delle norme costruita sul formalismo giuridico, e lo sforzo di elaborare teorie in grado di meglio comprendere i concreti processi decisionali, soprattutto quelli dei giudici, fu, come è noto, il punto di partenza, e uno degli elementi fondanti, del realismo giuridico americano. La letteratura in argomento è sterminata. Ottime sintesi mi sembrano quelle di J. SINGER, *Legal realism now*, in *California L. Rev.*, 1988, 465; B. LEITER, *American legal realism*, in *A companion to philosophy of law and legal theory*, ed. by D. PATTERSON, Chichester, Wiley-Blackwell, 2010, 249. Per un recente riesame, D. PRIEL, *The Myth of Legal Realist Skepticism*, disponibile a https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4142277, 2022.

⁹⁹ N. BUCHANAN, M. DORF, *A tale of two formalisms: How law and economics mirrors originalism and textualism*, in *Cornell L. Rev.*, 2020, 591.

¹⁰⁰ Cfr. G. PRIEST, *The common law process and the selection of efficient rules*, in *The J. of Legal Studies*, 1977, 65; P. RUBIN, *Why is the common law efficient?*, *ivi*, 1977, 51. Per un aggiornamento, e per un esame critico dei contributi che hanno confermato o contestato questa tesi, cfr. B. DEPOORTER, P. RUBIN, *Judge-Made Law and the Common Law Process*, in *The Oxford Handbook of L. and Econ.*, III, *Public Law and Legal Institutions*, 2017, 129.

¹⁰¹ V. per tutti H. DAGAN, B. ZIPURSKY, *Introduction: the distinction between private law and public law*, in *Research Handbook on Private Law Theory*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2020, 1.

¹⁰² I due sistemi (quello che persegue certi obiettivi, come ad es. efficienza e deterrenza, in ma-

sul loro rispetto, pene per i trasgressori) oppure all'altro (distribuzione di diritti e obblighi, azioni private, risarcimenti) appare dipendere non dalla scelta tra confliggenti principi generali, ma da contingenti e localizzati calcoli costi e benefici.

È ovvio che tutti questi problemi, sia quelli strutturali (come ci si deve rapportare al mondo dei mercati attuali, ben differente da quello che esisteva nel periodo keynesiano-fordista che ha preceduto l'analisi economica del diritto) sia quelli di teoria generale del diritto (formalismo, diritto giurisprudenziale, distinzione pubblico-privato, ecc.) non sono destinati a trovare soluzioni né facili, né immediate.

Anche con riferimento alle più specifiche critiche che sono state qui rivolte alla tendenza, propria dell'analisi economica, ad ignorare le correlazioni sociali conflittuali, gli effetti sistemici e le dinamiche del potere economico, è evidente che ciascuna di queste critiche identifica un'area problematica e per affrontare i problemi relativi non è certo sufficiente l'abbandono di certi discutibili postulati, ma occorre l'elaborazione di nuove teorie.

In questa direzione credo che vada sviluppato quello che a mio avviso è il punto fondamentale della critica all'analisi economica del diritto, e cioè la critica alla pretesa di racchiudere la realtà sociale in un universo astratto, in cui tutto diventa semplificabile in termini monetari e tutte le scelte diventano confrontabili in termini quantitativi. Non sono le norme che vanno ridotte alla dimensione economica del mercato, ma, al contrario, sono il mercato, e le sue regole, che vanno riportati alla dimensione sociale.

La soluzione dei problemi cui ho accennato in questo paragrafo va cercata a partire dall'idea, certamente non particolarmente originale, ma non per questo meno vera, che le norme hanno effetti sociali complessivi. In fondo, dietro ogni norma si cela una visione condensata della società per cui la norma è stata pensata e in cui dovrà essere applicata. Questa visione va portata alla luce e confrontata con visioni diverse.

Si comprende allora che dietro un *antitrust* presentato come apolitico e “*disembedded*”, si cela una società ben diversa da quella che vorrebbe invece avere un *antitrust* preoccupato dagli effetti sociali della concorrenza, e dal contenimento, e controllo, del potere economico privato.

Analoga contrapposizione tra modelli diversi di società si ritrova dietro una concezione della società per azioni come istituto che ha la sola funzione di assicurare la massima accumulazione di capitale di rischio, e una concezione che la considera come un potenziale strumento di dialogo democratico e di democratizzazione dell'economia; o dietro una concezione del contratto al servizio di intera-

niera diretta, ricorrendo all'intervento pubblico, e quello che persegue analoghi obiettivi con la disciplina delle relazioni inter-private) hanno in realtà, implicazioni molto diverse sul piano sociale complessivo, come ho tentato in parte di illustrare in F. DENOZZA, *I risarcimenti punitivi tra razionalità e ragionevolezza*, in *Il contributo di Pietro Trimarchi all'analisi economica del diritto*, a cura di G. BELLANTUONO, U. IZZO, Trento, Università di Trento, Quaderni della facoltà di giurisprudenza, 2022, 55, 69.

zioni private in cui ci si può magari rovinare con un semplice, volontario, ma disattento, click, rispetto ad una concezione volta invece a minimizzare i rischi sociali delle interazioni contrattuali¹⁰³; o dietro una concezione dei rapporti tra regolazione pubblica e responsabilità civile in cui contano solo i rispettivi costi, rispetto ad una concezione che tiene conto dei diversi effetti distributivi e sociali dei due sistemi di intervento, ecc.

In tutti questi casi non si tratta di attribuire prezzi, e fare calcoli, ma di svelare i modelli di società impliciti nelle diverse scelte normative, e di decidere in quale si preferirebbe vivere.

¹⁰³ In argomento v. F. DENOZZA, *Disciplina del contratto e “non-moral goods”*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 367.

L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori

The evolution and role of non-financial information between disclosure duties and management obligations

Matteo Rescigno *

ABSTRACT:

Il saggio ripercorre l'evoluzione della disciplina dell'informazione non finanziaria, evidenziando il passaggio alla informativa di sostenibilità. In particolare, si sottolinea che l'evoluzione normativa in materia sembra orientarsi verso un passaggio qualitativo in ordine ai doveri degli amministratori in tema di sostenibilità di impresa, che ai doveri informativi affianca obblighi gestori coerenti con i principi di sostenibilità.

The article traces the evolution of the regulation of non-financial information, highlighting the transition to sustainability disclosure. In particular, it is emphasised that the regulatory evolution on the subject seems to be moving towards a qualitative shift with regard to directors' duties on corporate sustainability, which places management obligations consistent with sustainability principles alongside disclosure duties.

Prima di esporre le mie brevi ma noiose considerazioni sul tema, vorrei riprendere una risalente citazione che avevo già ricordato molti anni fa, quando con gli amici della Associazione Preite mi ero occupato di informazione in relazione alla disciplina della società aperta – diremmo oggi informazione finanziaria – e che mi sembra ancora più pertinente oggi trattando della informazione *non* finanziaria, e più ancora della informativa di sostenibilità: “profani bene informati sono la base

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; e-mail: matteo.rescigno@unimi.it. Il lavoro raccoglie riflessioni sul tema dell'informazione non finanziaria in parte tratti da alcuni saggi già apparsi.

di una società sana”. La citazione proviene da uno dei massimi pensatori e scandagliatori dell’animo umano del secolo scorso: Charles M. Schulz, ed è pronunciata da Linus, il personaggio che non abbandonava mai la sua coperta, rifugio per i suoi timori. Oggi il legislatore comunitario (ma direi globale) ha bisogno di una coperta assai più capace di quella di Linus a fronte dei temi e dei problemi che è chiamato a regolare. L’acronimo ESG che accompagna da qualche anno le riflessioni del giurista pone di fronte al legislatore e alle imprese (finanziarie e non) un rilevante sforzo per rispondere a quesiti che interrogano i timori del mondo. L’emergenza climatica, l’accesso sostenibile alle risorse primarie, le gravi disuguaglianze e lo sfruttamento del lavoro nei paesi più poveri sono i temi che non smettono e non devono smettere di interrogare le regole dell’esercizio dell’impresa e i pur “poverissimi mezzi” del giurista. E che però io credo assolva ad una funzione “nobile” dello studioso del diritto commerciale nel momento in cui si affatica nel ritrovare il punto di equilibrio fra esercizio dell’attività di impresa e la sua sostenibilità, nei termini in cui questo principio viene ormai da tempo, faticosamente elaborato in vari luoghi del diritto affrontando temi di rilevanza non solo economica, ma anche e per molti versi, sociale. È in questo ambito generale che si colloca il tema del mio intervento sul “caso dell’informazione non finanziaria”.

A tal fine credo non sia inutile ripercorrere l’evoluzione della disciplina comunitaria (e nazionale) dell’informazione non finanziaria fra il 2013 al 2023.

Partiamo dalla direttiva n. 2014/95/UE (c.d. NFRD). Essa, sin dall’inizio dei considerando, indica quale suo antecedente diretto le risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla «Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile» e sulla «Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva». Dunque, si conferma che la CSR è la fonte ispiratrice della direttiva. E tale conferma si trae con chiarezza nuovamente dai considerando, nei quali già compare il riferimento alla *sostenibilità*. Pur se nella parte dispositiva della direttiva manca un riferimento alla sostenibilità o allo sviluppo sostenibile la direttiva sottolinea «l’importanza della comunicazione, da parte delle imprese, di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti ad esempio i fattori sociali e ambientali, al fine di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori». L’informativa diventa strumento per gestire la transizione verso «un’economia globale sostenibile»: economia che dovrebbe caratterizzarsi «coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell’ambiente». In tale contesto, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario ha il fine di contribuire a misurare, monitorare e gestire i comportamenti delle imprese e il relativo impatto sociale. Ancora si sottolinea che l’informazione «dovrebbe comprendere la descrizione delle politiche applicate in materia, dei risultati conseguiti e dei rischi connessi»¹ in relazione ai diversi temi

¹ Si legge altresì nei considerando che la dichiarazione di carattere non finanziario dovrebbe al-

individuati dalla direttiva e poi trasposti nelle varie leggi nazionali che l'hanno adottata. La NFRD appare così ispirata ad una visione della CSR (nel cui ambito colloca la sostenibilità) intesa come sollecitazione alle grandi imprese di perseguire il fine di una economia sostenibile e di evitare che l'esercizio dell'attività di impresa possa avere un impatto pregiudizievole sugli *stakeholders*, in relazione ai vari ambiti in essa indicati.

La NFRD, peraltro, non è stata letta – né voleva esserlo – come un espresso obbligo di legge, su base comunitaria, di tener conto degli interessi degli *stakeholders*. I doveri si collocano sul piano informativo: le grandi imprese dovranno dotarsi di assetti organizzativi e di professionalità adeguate e specifiche per poter fornire una informativa non finanziaria veritiera, corretta e completa, coerente con le indicazioni che la normativa o i migliori standard prevedono². E dunque un dovere di dar conto al lettore dell'informativa di quanto “sostenibile” sia l'esercizio dell'attività di impresa.

La NFRD rappresenta però solo il primo passo delle scelte comunitarie. Le comunicazioni UE (2017/C215/01) sulla metodologia per la comunicazione di informazioni non finanziarie, e (2019/C209/01) sulle informazioni di carattere non finanziario riferite al clima hanno rappresentato un “salto di qualità” delle regole (non vincolanti) in merito al contenuto e, soprattutto, alla finalità dell'informazione non finanziaria.

Così la comunicazione del 2017 fa riferimento a una lunga serie di standard nazionali, unionali e internazionali come base dell'informazione non finanziaria. Ebbene, questi standard affrontano, sia in termini generali, sia con riferimento a settori specifici, non solo le tematiche proprie della CSR (alla quale principalmente faceva riferimento la direttiva), ma espressamente e più specificamente anche quelle ESG e quelle inerenti alla sostenibilità. Su tale base la comunicazione del 2017, nell'elaborare i suoi orientamenti, indica alle imprese ipotesi o esempi di informazione non finanziaria che rendono molto più concreto il contenuto dell'informazione sui comportamenti attivi che le società potrebbero o dovrebbero implementare nel perseguire gli obiettivi di sviluppo o successo sostenibile dell'attività di impresa. Non può dirsi, certo, che la comunicazione ponga a carico delle imprese obblighi specifici di comportamento gestorio sostenibile. Ma l'informazione sull'adozione o meno di tali standard a fronte di una specifica indicazione della Commissione europea diventa, allo stesso tempo, parametro di una informazione finanziaria coerente con l'evoluzione delle istanze comunitarie e og-

tresì «contenere informazioni sulle procedure in materia di dovuta diligenza applicate dall'impresa, tra l'altro per quanto riguarda le catene di fornitura e subappalto delle imprese, ove opportuno e proporzionato, onde individuare, prevenire e attenuare le ripercussioni negative esistenti e potenziali». Un riferimento, può rilevarsi, meno stringente rispetto all'intervento incisivo della legge francese di cui si è già detto in tema di *supply chain*.

² Sul tema degli indicatori di prestazione e sugli standard di misurazione adottabili per valutare se una società può dirsi *compliant* si dirà più avanti.

getto dell'analisi del lettore dell'informativa non finanziaria su questi temi, e così anche della sostenibilità dell'attività di impresa³.

Gli orientamenti della comunicazione del 2017, peraltro, non si limitano a dare alle imprese indicazioni più precise e dettagliate sul contenuto dell'informazione non finanziaria. Essi, infatti, pongono alle imprese con molta maggiore evidenza profili della disciplina dell'informazione non finanziaria che ne precisano le finalità.

Il primo profilo riguarda la crescente valorizzazione del ruolo delle informazioni non finanziarie e dei modi con i quali questa informazione è concretamente assolta con riguardo all'analisi finanziaria e alla valutazione aziendale delle imprese. Non a caso, fra gli standard citati nella comunicazione 2017 compare il documento KPIs della Federazione europea degli analisti finanziari. La stessa comunicazione del 2017, inoltre, richiamando gli investitori come destinatari importanti dell'informazione non finanziaria, specifica anche – con riguardo al tema centrale dell'informazione sulle politiche di gestione applicate dall'impresa – che tali informazioni «dovrebbero aiutare gli investitori (oltre che le altre parti interessate) a comprendere e monitorare i risultati dell'impresa» e spiegare la relazione fra i risultati dell'impresa e l'informazione non finanziaria. Quindi l'informazione non finanziaria, in tale ottica, diventa uno strumento che non si limita a rendere noto in che modo e con quale rilievo l'impresa è sensibile verso la responsabilità sociale nei confronti degli *stakeholders* coinvolti e verso la sostenibilità dell'attività di impresa, ma diviene uno degli elementi di valutazione patrimoniale dell'impresa stessa.

Il secondo profilo riguarda il significato che la comunicazione del 2017 attribuisce al tema dei rischi della loro gestione. Essa, in coerenza con la NFRD, chiede alle imprese di informare dei rischi principali che possono derivare dall'attività di impresa e di indicare i modi della loro gestione. Il rischio, in tale ambito, può assumere due accezioni. La prima – che era quella più immediatamente risultante dalla direttiva – riguarda la gestione del rischio delle ripercussioni negative che l'impatto dell'attività di impresa poteva provocare agli *stakeholders*. La seconda riguarda l'invito alle imprese a spiegare come i «rischi principali possono influenzare il loro modello aziendale, le loro operazioni, i loro risultati finanziari e

³ Si pensi, p.es., all'esempio della tutela dei diritti umani dei lavoratori nell'ambito di una *supply chain*: la comunicazione indica, in sede di politiche di gestione, che «l'impresa può prendere in considerazione la divulgazione di informazioni rilevanti sui rischi di danno legati ai diritti umani e alla tutela del lavoro e dell'ambiente nella sua catena di fornitura e subappalto, nonché sulle modalità adottate dall'impresa per gestire e attenuare le potenziali ripercussioni negative» (nota sul punto e p. 17 ss. della comunicazione). Ebbene: voler rendere in modo corretto una informazione non finanziaria di questo tipo implica una struttura organizzativa tale da poter effettivamente verificare i comportamenti dei fornitori o subappaltatori nei luoghi ove essi operano, in relazione alla quale si illustrano ai lettori dell'informazione non finanziaria le politiche adottate al riguardo e alla effettiva capacità di farle concretamente applicare.

l'impatto delle loro attività». L'informativa non finanziaria diviene, in questo significato, un elemento di valutazione della gestione dei rischi da parte dell'impresa, e non solo di come l'impresa tiene conto degli interessi degli *stakeholders*.

Questa impostazione si manifesta in modo assai più netto nella comunicazione del 2019 sul clima. Nel quadro più generale degli Accordi di Parigi e del piano di azione comunitario per finanziare *la crescita sostenibile*, l'informazione non finanziaria diventa un elemento centrale per raggiungere l'obiettivo di «riorientare i capitali» verso *investimenti sostenibili* e «gestire i rischi finanziari indotti dai cambiamenti climatici e da altri problemi ambientali e sociali» per promuovere una «visione a lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche».

La comunicazione del 2019 richiama quanto già emergeva dalla comunicazione precedente, con affermazioni ancor più nette. L'impatto dell'attività di impresa, e così la sua sostenibilità «climatico-ambientale», assume così una doppia rilevanza:

– la prima si riferisce all'andamento dell'attività dell'impresa, dei suoi risultati, e della sua situazione, che riguarda principalmente la rilevanza finanziaria, nel senso dell'incidenza sul valore dell'impresa. L'informazione non finanziaria diventa allora un elemento essenziale per comprendere tali dati al fine di scegliere se investire in quella impresa: i suoi destinatari sono quindi gli investitori istituzionali;

– la seconda, legata all'impatto dell'attività dell'impresa, attiene alla rilevanza ambientale e sociale, e dunque è rivolta ai cittadini, ai consumatori, ai dipendenti, ai *partner* commerciali, alle comunità e alle organizzazioni della società civile.

Ma, sottolinea la comunicazione del 2019, gli investitori, nel compiere le scelte di investimento, sono pure interessati a valutare l'incidenza del fattore climatico. Ciò si traduce in due tipi di rischi a cui si espone l'impresa, quelli di ripercussioni negative sul clima e quelli di ripercussioni negative sull'impresa. Questi ultimi rischi – definiti fisici o di transizione – sono appunto quelli che toccano i risultati finanziari e il valore dell'impresa⁴.

L'evoluzione della disciplina dell'informazione non finanziaria, allora, pone all'attenzione degli amministratori delle società un problema di *risk management*. Essi infatti – nella prospettiva delineata nelle Comunicazioni della Commissione – debbono gestire il tema dell'informazione non finanziaria come uno dei vari profili che concorrono a delineare l'esistenza di rischi gestori suscettibili di incidere sulla stabilità finanziaria e sul valore dell'impresa.

Dunque, così come gli amministratori, anche nell'esercizio dell'attività di *compliance*, devono verificare se la società è, sotto il profilo organizzativo, ade-

⁴ Lungo è l'elenco dei rischi di transizione e fisici che la Comunicazione 2019 individua per le imprese che non perseguono politiche volte a contenere l'impatto negativo dell'attività di impresa sul clima, fra cui anche quello reputazionale.

guatamente strutturata per identificare, prevenire e mitigare i rischi classici legati alla specifica attività di impresa e verificare la conformità dell'operato degli amministratori e del *management* alle regole fissate dalla normativa rilevante, allo stesso modo dovranno adottare le misure necessarie per identificare, prevenire e mitigare i rischi patrimoniali e finanziari legati alle tematiche dello sviluppo sostenibile⁵.

Per quanto l'intervento della Commissione – e delle altre istituzioni che elaborano schemi di *Financial disclosure clima related* come la TCFD – sia prevalentemente incentrato sul tema dell'informazione e delle sue modalità, è evidente che la disciplina dell'informazione non finanziaria si è mossa in due precise direzioni.

La prima è quella di porsi in modo sempre più marcato al servizio degli investitori e delle loro scelte, sottolineando l'essenzialità del suo ruolo nell'ambito della gestione del rischio di impresa, e dunque non solo come fonte informativa volta a riempire di contenuto un generico dovere di tener conto degli interessi degli *stakeholders* e delle correlate tematiche CSR, ESG e *Sustainability*.

La seconda è quella della sempre crescente analiticità dei modelli di informazione non finanziaria, che – anche sulla spinta della loro destinazione agli investitori – non assumono solo il carattere di indicazione in merito al contenuto dell'informazione e dei modi della loro comunicazione al pubblico. Essi infatti, tramite anche il riferimento agli *standard* prodotti dalle varie organizzazioni, sono la principale fonte di indicazioni e parametri specifici per le stesse imprese al fine di informare e gestire il rischio. Il che porta, in modo indiretto, ma non meno efficace, a ritenere che – al pari dell'informazione finanziaria – l'informazione non finanziaria (e così la sua adeguata predisposizione) rappresenti un elemento di conoscenza diretto all'impresa stessa e che faccia parte della diligente gestione dell'impresa in relazione al crescente rilievo delle tematiche di cui si tratta, al di

⁵ Per un esempio: l'all. 1 dedicato agli orientamenti complementari per le banche e le imprese di assicurazione. La Comunicazione del 2019 infatti non solo indica – con ampiezza di dettaglio – le informazioni non finanziarie relative al fattore climatico che le imprese bancarie e assicurative debbono dare con riferimento all'esercizio della loro specifica attività di impresa (che attengono alle politiche e alla procedure di dovuta diligenza), ma inserisce nel contenuto dell'informativa non finanziaria, p.es., se e in che modo l'ente prende in considerazione il fatto che le controparti contrattuali tengano in conto rischi e opportunità legate al clima. Il che si lega alle indicazioni della Comunicazione sulla gestione dei rischi, con l'esplicito riferimento di come il rischio climatico sia preso in considerazione nella gestione dei rischi, sia in ambito reputazionale, sia in relazione alle attività di prestito, di investimento e assicurativa. Dunque, in questa prospettiva, è evidente che per essere realmente *compliant* non solo a una corretta informazione non finanziaria ma a una corretta gestione del rischio tipico di impresa le politiche climatiche si risolvono non solo e non tanto nel fatto, p.es., che la banca, investitori e assicuratori adottino politiche di consumo di energia virtuose, ma la gestione di questo rischio richiede anche l'analisi dei comportamenti e delle situazioni in cui si trovano le imprese finanziate o assicurate, ovvero agli emittenti di strumenti finanziari in cui si intende investire i patrimoni gestiti o assicurati.

la delle specifiche sanzioni, per lo più amministrative, che comporta la violazione delle regole sull'informativa non finanziaria da parte dei gestori.

La disciplina in esame è stata da ultimo oggetto di ulteriori riflessioni da parte dell'Unione europea, tanto che, a seguito di una risoluzione del Parlamento europeo⁶, la Commissione europea il 21 aprile 2021, all'esito di una consultazione pubblica⁷, ha proposto al Parlamento europeo l'adozione di una direttiva di modifica e implementazione della dichiarazione non finanziaria (c.d. CSRD). Tale proposta di direttiva è stata quindi approvata definitivamente in data 14 dicembre 2022 e ha sostituito – modificandola – la NFRD.

Volendo tirare brevemente le fila dell'evoluzione dell'informazione non finanziaria può dirsi che fino all'ultimo intervento (e cioè quello appena richiamato che ha delineato la nuova informativa di sostenibilità con la direttiva del 14 dicembre 2022 che dovrà essere recepita in Italia entro il 6 luglio 2024) la scelta del regolatore comunitario si connotava per una progressiva, ma ferma, “spinta gentile” nell'introdurre regole di maggior “spessore” e rilevanza, utilizzando anche, se non proprio principalmente, lo strumento delle comunicazioni, costruendo una rete sempre più articolata di regole applicative – p. es. elenchi di agenzie – che indirizzavano (con indicazione di strumenti applicativi formalmente non impositivi, a cavallo fra *soft e hard law*) la gestione dell'impresa. Si può anzi dire che lo strumento delle comunicazioni ha dato anche occasione per valorizzare all'interno delle categorie ESG regole specifiche in favore di temi ritenuti di maggiore urgenza. Emblematica la comunicazione del 2019, che ha generato una forte scelta regolamentare per le tematiche climatiche certo importanti e apprezzabili, ma che rischia(va)no di far slittare verso un arbitraggio climatico una scelta in realtà di sistema inerente a profili di ben maggior ampiezza e sinteticamente riconducibili ai temi ESG.

Ciò detto, il tempo trascorso dalla comunicazione sul clima sino all'approdo della rendicontazione di sostenibilità non è stato occupato solo dal raggiungimento della definitiva entrata in vigore di tale ultima fattispecie. La rendicontazione di sostenibilità è stata accompagnata ed è destinata ad essere ulteriormente affiancata da ulteriori interventi normativi su base regolamentare che – come è stato già sottolineato dai primi interventi dottrinari⁸ – possono affiancarsi alla rendicontazione di sostenibilità, e possono, in via interpretativa giungere (o segnare un ulteriore passo avanti) nel porre in capo agli amministratori delle società doveri, non solo informativi, nell'assunzione delle scelte gestorie, in particolare con riguardo all'impatto dell'esercizio dell'attività di impresa sui temi ambientali. Il riferimento principale – sul quale tornerò ovviamente – è ai principi contabili di sostenibilità e al regolamento Tassonomia, ma altri interventi della normativa comunitaria

⁶ Cfr. risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020 sul governo societario sostenibile.

⁷ La consultazione pubblica è stata aperta dal 20 febbraio 2020 all'11 giugno 2020 e ha registrato 589 risposte.

⁸ A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Bologna, Il Mulino, 2023.

rilevanti in relazione all'oggetto della rendicontazione di sostenibilità sono emersi ovvero sono in corso di esame e approvazione (il regolamento Tassonomia stesso fa riferimento alle regole sulla rendicontazione di sostenibilità). E, per richiamare subito altro tema ESG la Commissione ha preso posizione formulando una proposta il 14 settembre 2022 che riguarda il divieto di vendere prodotti sul mercato europeo che siano il frutto di *forced labour*.

Dunque, se si vuol dir così, attorno alla materia della rendicontazione di sostenibilità ruotano una serie di regolamenti e atti dell'Unione europea che sono suscettibili di interagire con tale rendicontazione e di cui l'impresa ovviamente deve tener conto, sul piano informativo (e per chi lo ritiene plausibile, già farne discendere anche riflessi sulle scelte gestorie alla luce dell'evoluzione della disciplina della rendicontazione di sostenibilità). Sul punto, deve menzionarsi anche la proposta di direttiva in materia di Corporate Sustainability Due Diligence – il cui testo è stato approvato in prima lettura dal Parlamento UE nel giugno 2023 e che attualmente è in fase di trilogò – e che una volta entrato in vigore segnerebbe definitivamente l'ingresso della questione sostenibilità nella gestione attiva della società.

La rendicontazione di sostenibilità segna un evidente salto di qualità rispetto alla precedente regolamentazione. Anche durante la gestazione della direttiva il suo rilievo è andato “quantitativamente” oltre che qualitativamente verso un rafforzamento del contenuto della direttiva e così del suo maggiore impatto sull'esercizio dell'attività di impresa. Va così segnalata la chiara tendenza del legislatore comunitario di ampliare l'ambito soggettivo dell'obbligo di rendicontazione finanziaria. Non è naturalmente qui il luogo dove illustrare ampiamente l'attuale modello scelto dal legislatore europeo: certo è che per le imprese di maggiori dimensioni o qualitativamente indicate, come le banche e le assicurazioni l'ingresso della nuova disciplina della rendicontazione di sostenibilità è ormai prossimo. Frutto, quest'ultima espressa notazione, del più volte richiamato doppio rilievo sotto il profilo di rischio di tali imprese, sopportando tipicamente sia il rischio proprio della banca o dell'assicurazione, sia quello dei clienti della banca e dell'assicurazione. Tema questo peraltro già ampiamente evidenziato nell'evolversi della disciplina dell'informazione finanziaria.

Altro elemento rilevante e che si potrebbe dire quasi di vertice nell'ambito delle finalità che vengono assegnate riguarda l'approccio della CSRD che delinea una finalità e un quadro applicativo che non mira solo alla classica necessità di tener conto di rischi e di opportunità legati alla sostenibilità, quando si prendono in esame scelte di investimento, e così rischi sistemici che possono minacciare la stabilità finanziaria secondo il classico canone del doppio rilievo.

Il legislatore infatti p. es. al considerando 14 affianca altra finalità dell'intervento contenuto nella CSRD e dal respiro che potrebbe ben dirsi più ampio rispetto a quello tradizionale. Infatti, l'introduzione della rendicontazione di sostenibilità viene descritta e si rivolge come funzionale non solo all'esercizio delle imprese

e dei loro poteri/doveri, ma anche funzionale – quali soggetti destinatari – alle scelte e al ruolo delle organizzazioni non governative, alle parti sociali, alle comunità interessate dalle attività delle imprese che non sono in grado di esigere un’assunzione di responsabilità quanto all’impatto su persone e ambiente da parte delle imprese. Ne viene secondo la CSRD – in difetto dell’accesso ad una rendicontazione di sostenibilità – ad una limitazione della capacità dei portatori di interessi, della società civile, dei rappresentanti dei lavoratori di aprire un confronto consapevole con le imprese in merito alle questioni di sostenibilità.

La finalità dunque che il legislatore comunitario assegna alla rendicontazione di sostenibilità, forse ambiziosa, ma certamente perseguita, non si riduce ad un confronto imprese/regolatore, ma ad una ottimistica previsione della capacità di raggiungere – appunto – un ideale equilibrio fra esercizio dell’attività di impresa e sua sostenibilità (per tutte le problematiche ESG).

Non è agevole svolgere lo snodo argomentativo della parte iniziale della CSRD richiamato nei considerando. Il classico iter delle direttive richiama la situazione normativa *ante riforma* e le ragioni dei vari considerando che sfociano nella costruzione degli interventi riformatori.

In linea generale il cuore della CSRD – che si è di molto allargata nel suo contenuto nel corso della sua evoluzione e come testimoniano i molti considerando che si sono aggiunti fino alla sua approvazione – riguarda proprio il diverso approccio alla regolamentazione della informativa sulla sostenibilità. Non è solo l’uso della formula della rendicontazione di sostenibilità ad avvicinare l’interprete verso una “qualificazione” che potrebbe dirsi bilancistica come si dirà più avanti.

È in realtà la lunga elencazione dell’art. 19-*bis* nella sua attuale struttura e contenuto, del resto, si caratterizza per una informazione che ha un chiaro contenuto precettivo. Dai considerando della direttiva il salto di qualità, come è stato rilevato, consiste, anzitutto – per la stragrande maggioranza del contenuto della rendicontazione di sostenibilità – nell’abbandono dell’originario modello che permetteva alle imprese di spiegare le ragioni della scelta di non dar corso alla informativa non finanziaria.

Il legislatore comunitario, con qualche eccezione (v. diversità di genere) e sulla scorta di un effetto confusorio che il precedente modello avrebbe generato, ha definitivamente archiviato il precedente approccio, così da “imporre” un sistema informativo – la rendicontazione societaria di sostenibilità – costruito su una elencazione specifica del contenuto del suo oggetto e con il conseguente obbligo di adempiere alla sua redazione, sulla base delle regole fissate dalla direttiva e del contenuto dell’informazione di sostenibilità previsto dalla CSRD.

Ora, il primo punto da sottolineare – come Francesco Denozza ha ben indicato nel suo scritto – è proprio il fatto che la rendicontazione di sostenibilità non è più, se mai lo fosse stato, un esemplare di *soft law*. La rendicontazione di sostenibilità indica, normativamente, precisi obblighi informativi ai quali l’impresa soggetta a tale rendicontazione deve adempiere. È, puramente e semplicemente, una regola

(che potrà/dovrà esser riempita in modo flessibile ovvero, come meglio può dirsi, in coerenza con le caratteristiche delle imprese che vi sono assoggettate), ma se non applicata correttamente essa espone né più e né meno alle conseguenze di un inadempimento in capo agli amministratori della società secondo i canoni classici della responsabilità degli amministratori (non esaurentisi nella sanzione amministrativa a seconda delle circostanze).

Il secondo punto da sottolineare riguarda il fatto che il contenuto della rendicontazione di sostenibilità come delineato nella CSRD assume una qualità precettiva ben maggiore di quella originaria. Anche se probabilmente la maggiore novità della direttiva riguarda la chiara volontà del legislatore di assimilare nei modi e nelle forme la rendicontazione di sostenibilità al modello della rendicontazione finanziaria (per usare terminologia analoghe), il salto di qualità della rendicontazione non finanziaria (illustrata, del resto, nei considerando) sta proprio nel fatto che la CSRD muove, per raggiungere i suoi obiettivi, dall'attenzione al modello e della strategia aziendale dell'impresa con riguardo alle questioni di sostenibilità. In altri termini e rispetto all'originaria matrice dell'informazione non finanziaria, la rendicontazione della sostenibilità è incentrata essenzialmente sull'analisi – rispetto ai temi di rendicontazione – del modello gestorio chiamato ad affrontare, da parte dell'impresa, i temi della sostenibilità (considerando 35 e 36 che segna la svolta dell'“obbligatorietà” che caratterizza l'affidamento ai principi di rendicontazione).

La lunga serie di elementi che costituiscono oggi il contenuto della rendicontazione della sostenibilità non è qui ovviamente analizzabile nel suo specifico complesso. Ma il loro contenuto delinea con chiarezza la volontà del legislatore comunitario di ottenere dalle imprese prima ancora che la descrizione analitica di dati informativi specifici (che pure vi sono) temi che sono riconducibili alla corretta gestione della società, non solo descrittivi ma anche, inevitabilmente, a carattere applicativo.

Il primo comma dell'art. 19-*bis*, nella sua attuale definizione della rendicontazione di sostenibilità, richiede alle imprese di indicare – nella relazione sulla gestione – le informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione.

Come con chiarezza ha scritto Denozza nel saggio che uscirà negli atti del convegno proprio rilevando il dibattito sulle informazioni non finanziarie il tema non è «quello di rendere possibile qualche transazione efficiente [...] ma è piuttosto di condizionare e indirizzare in una certa direzione scelte e comportamenti non solo di coloro che le informazioni ricevono [...] ma anche di coloro che le informazioni sono tenute a darle». Già questa generale previsione porta l'attenzione dell'interprete sui modelli gestori e organizzativi delle imprese soggette alla rendicontazione di sostenibilità.

Ma ancora più evidente si delinea questa caratteristica quando si passa alla declinazione più specifica degli elementi base della rendicontazione di sostenibilità. Volendone trarre un veloce segno per i temi che qui possono più rilevare, la rendicontazione richiede una indicazione precisa del modello e della strategia aziendale dell'impresa, non già in termini astratti o didascalici ma in relazione alle specifiche scelte dell'impresa in relazione ai rischi di sostenibilità; ma allo stesso tempo, il modello è tenuto a segnalare le opportunità per l'impresa legate alle questioni di sostenibilità. Il che già porta l'interprete a rendere chiaro un punto: la rendicontazione di sostenibilità è, a mio avviso – ma non credo di esser solo a porsi questa domanda – dandone risposta positiva – un tassello di una corretta gestione della società. E puntualmente la rendicontazione di sostenibilità richiede (accanto per esempio alle descrizioni tipiche dei piani dell'impresa p. es., agli obiettivi in tema di limitazione del riscaldamento globale in linea con gli accordi di Parigi) anche una specifica descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o dell'accesso di tali organi alle suddette competenze e capacità e dunque un vincolo specifico collegato al rispetto della rendicontazione di sostenibilità, che si traducono in uno specifico obbligo dell'impresa di dotarsi di gestori e manager che abbiano una specifica capacità in materia di sostenibilità in relazione alle aree della loro incidenza.

E così accanto alla descrizione delle questioni climatiche nuovamente al centro dei doveri gestori in tema di sostenibilità vengono in evidenza non solo (e di ciò dirò subito) gli ambiti di dovuta diligenza in linea con gli obblighi dell'Unione, ma anche i principali impatti negativi effettivi e potenziali legati alla catena di impresa e del valore per identificare e monitorare tali impatti.

Il framework della disciplina UE in esame trova ulteriori elementi destinati a incrementare la normativa tramite il primo set di principi di rendicontazione di sostenibilità (c.d. ESRS) che sono stati approvati dalla Commissione UE in data 31 luglio 2023 in applicazione dell'art. 29-ter, par. 1, CSRD. La funzione dei principi è quella del ruolo di garanti della qualità delle informazioni comunicate e così sostanzialmente assolvono nel quadro della CSRD il ruolo di assicurare che esse siano comprensibili verificabili, comparabili e rappresentate fedelmente senza oneri amministrativi sproporzionati.

A tal fine, gli ESRS elencano una serie di informazioni che le imprese sono tenute a comunicare in relazione a specifici fattori ambientali con la rinnovata considerazione già colta in precedenza. Così ai temi ESG si affiancano come elementi qualificanti ancora una volta il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e la loro composizione, nonché le loro competenze e capacità, le caratteristiche principali dei sistemi interno di controllo e gestione del rischio di impresa in relazione alla rendicontazione di sostenibilità e al processo decisionale.

Ma appaiono anche però altri aspetti che emergono all'interno di questi princi-

pi come l'etica aziendale e la cultura d'impresa, la lotta contro la corruzione attiva e passiva, la protezione degli informatori e il benessere degli animali, l'attività di lobbying e così via.

L'emanazione dei principi contabili di sostenibilità parrebbe dunque definitivamente confermare, insieme con il regolamento Tassonomia, l'intenzione del legislatore europeo di passare dalla "spinta gentile" della prima informativa finanziaria all'introduzione di regole che, seppur non direttamente, vadano oltre il solo confronto imprese/regolatore.

In effetti, gli ESRS arricchiscono di ulteriori elementi la già "evoluta" rendicontazione finanziaria così come tracciata nella CSRD. D'altronde, è proprio nell'ottica di una migliore fruibilità da parte dei portatori di interessi che gli ESRS perseguono l'intento, dichiarato nella Relazione del regolamento (v. p. 1), di garantire una maggiore comparabilità, fruibilità e affidabilità dell'informativa resa da parte delle imprese. Ed è sempre nella medesima ottica che l'art. 9 del regolamento Tassonomia individua i 6 obiettivi da rispettare al fine di considerare sostenibile un'attività d'impresa. Ma si potrebbe forse andare oltre.

Anche se gli ESRS dichiarano espressamente che «non impongono alcun obbligo di condotta per quanto riguarda il dovere di diligenza» (si veda ESRS1, par. 4), il dettaglio con cui tali principi sono espressi, se letti insieme ai doveri informativi imposti dalla CSRD, paiono per la verità andare – seppur di riflesso – in un'altra direzione. D'altronde, l'analiticità e la complessità dei principi di rendicontazione di sostenibilità sembrano confermare ancora una volta l'impressione che con la nuova disciplina della rendicontazione finanziaria il legislatore comunitario intende ottenere dalle imprese prima ancora che informazioni relative al rapporto tra l'attività di impresa e le questioni di sostenibilità, una corretta gestione di tali ultimi fattori da parte degli amministratori. Da oneri informativi, dunque, si passerebbe, seppur indirettamente, a veri e propri doveri gestori.

Governo d'impresa sostenibile e nuova analisi economica del diritto

Sustainable corporate governance and new law & economics

Lorenzo Sacconi*

ABSTRACT:

Quale è la *ratio* della stagione di innovazione normativa a livello europeo sui temi della *sustainable corporate governance*? Al di là della superficiale osservazione del passaggio da un approccio di *soft law* and uno in cui le norme imperative hanno qualche importanza, sosteniamo che si tratta dello sviluppo, con nuovi strumenti, di un contenuto normativo comune riconducibile al processo di emergenza di un nuovo equilibrio istituzionale nel campo della *corporate governance*, basato sull'idea di impresa socialmente responsabile. Un processo interpretabile come una dinamica di selezione dell'equilibrio istituzionale generata dal modello mentale condiviso del contratto sociale multi-*stakeholder* dell'impresa (lunghi dall'essere unica, tale dinamica è solo una tra quelle possibili, come è ovvio che sia in giochi con equilibri molteplici).

Per avanzare questa tesi viene proposto (in modo autosufficiente) il metodo di una nuova analisi economica del diritto, in cui, piuttosto che l'efficienza delle norme, i concetti centrali sono l'equilibrio e la selezione dell'equilibrio, basata su *game frame* e modelli mentali condivisi, aventi funzione cognitiva di selezione e contenuto normativo. In ciò il diritto svolge una funzione essenziale.

Su questa base viene sviluppata un'analisi comparata delle linee di deduzione delle norme di *sustainable corporate governance* entro due modelli mentali alternativi in competizione, intesi a selezionare (conservando o attivando) due diversi equilibri istituzionali nel dominio della *corporate governance*, cioè da un lato il modello "tolemaico" dello *shareholder value* e dall'altro il modello "copernicano" dell'impresa socialmente responsabile. Quest'ultima intesa come *governance* che estende i doveri fiduciari agli *stakeholder* dell'impresa oltre i proprietari o investitori finanziari, e fondata sulla teoria del contratto sociale dell'impresa (micro-contratto sociale, contratto costituzionale e contratto in stato di natura). Mentre il modello "copernicano" riesce a ricostruire in modo lineare e coerente gli sviluppi normativi europei e a prevedere "fatti nuovi", nella sfera dell'attivazione di atteggiamenti favorevoli all'attuazione, il modello "tolemaico" solo attraverso varie ipotesi *ad hoc*, piuttosto estranee al suo nucleo teorico, riesce a forzare la teoria degli effetti di reputazione – signi-

* Professore ordinario di politica economica, Università degli Studi di Milano; email: lorenzo.sacconi@unimi.it.

ficativamente adattata al contesto dell'incompletezza contrattuale e dell'impresa gerarchica – nell'intento di mostrare che le norme di sostenibilità sarebbero solo strategie strumentali alla massimizzazione del valore per gli azionisti.

What's the rationale of the ongoing time of regulatory changes in the domain of corporate governance at the European level? Beyond the quite superficial observation that a change from a soft law to a (partial) hard law approach is taking place, I contend that – even by partly new legal tools but with continuing contents – we are observing the process of emergence of a new institutional equilibrium based on the idea of socially responsible corporation. A process that we may understand as a dynamics of equilibrium selection, triggered by the shared mental model of the social contract of the firm amongst its stakeholders – that however, as in any game with multiple equilibriums, far from being unique is only one of the possible equilibrium paths.

To advance this thesis, a quite self-contained argument first outlines the method of a new Law & Economics. In this new approach the central concepts, rather than the efficiency of norms, are the notions of equilibrium and equilibrium selection, triggered by game frames and shared mental models with a selective cognitive function and normative content. In shaping the equilibrium selection dynamics, the Law plays an essential role.

I then propose a comparative analysis of how from two competing models of the firms – aiming at the selection of different institutional models of corporate governance (by eliciting the new or confirming the old model) – the norms of sustainable corporate governance can be deduced. On the one hand, the “Copernican” model of the socially responsible multi-stakeholder corporation, extending fiduciary duties to the corporate stakeholders beyond the owners. As it is grounded on the social contract of the firm (at micro level, at constitutional level, and as social contract agreed in a state of nature-like situation), it simply allows to reconstruct in its proper terms and consistently with its concepts the current regulatory European developments. Additionally, it also permits to predict testable new fact about the endogenous conformity attitudes that an approval of social contract-based norms of corporate governance would activate. On the other hand, the “Ptolemaic” model of “shareholder value” only by means of quite stranger ad hoc hypotheses can force the theory of reputation effects in repeated game – significantly adapted to the context of incomplete contracts and hierarchical firms – to support the idea that the norms of corporate sustainability are simply strategies that uniquely serve as an instrument of profit maximization.

SOMMARIO:

1. Una stagione di cambiamento istituzionale a livello europeo. – 2. Cambia il mezzo, non il fine. – 3. Il metodo: “nuova” analisi economica del diritto. – 3.1. Diritto, regole del gioco e gioco delle regole. – 3.2. *Game frame* e selezione di equilibri come istituzioni. – 3.3. Contratto sociale e identificazione delle condizioni iniziali di selezione. – 3.4. *Game frame* dell'accordo imparziale e preferenze di conformità. – 4. La *ratio* della *sustainable corporate governance*: l'interpretazione “tolemaica” e quella “copernicana”. – 4.1. Il modello tolemaico: la difficile deduzione della *corporate sustainability* dal primato dello *shareholder*. – 4.1.1. Il gioco della reputazione. – 4.1.2. La reputazione nel contesto dei contratti incompleti e dell'impresa. – 4.1.3. Ipotesi *ad hoc*. – 4.2. Il modello copernicano: l'impresa socialmente responsabile discende dall'idea di contratto sociale. – 4.2.1. L'idea di micro-contratto sociale dell'impresa. – 4.2.2. Il contratto costituzionale dell'impresa. – 4.2.3. Il contratto sociale nello “stato di natura” e la sua osservanza endogena. – 5. Conclusioni.

1. Una stagione di cambiamento istituzionale a livello europeo.

Chi guardasse retrospettivamente oltre un ventennio di atti dell'Unione europea, Commissione e Parlamento, sui temi della *corporate social responsibility* prima, e *corporate sustainability* poi, noterebbe certamente un cambiamento di approccio. Anche ad un esame superficiale l'attenzione cadrebbe sul passaggio dal cosiddetto "approccio volontario" a quello, per alcuni ambiti, basato su norme vincolanti. I fatti nuovi più recenti che danno credito a questa impressione sono le norme di riforma della rendicontazione non finanziaria obbligatoria per le grandi imprese quotate e più ancora la direttiva (di cui manca ancora il testo finale nonostante l'accordo politico tra le istituzioni europee) sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* delle imprese sempre di grandi dimensioni. In quest'ambito sono confluite alcune delle raccomandazioni che erano state oggetto di consultazione pubblica nel corso del 2020-2021 nell'ambito della iniziativa *Sustainable corporate governance*¹, che con riferimento ai doveri degli amministratori aveva proposto, tra le opzioni possibili, per la prima volta un intervento normativo vincolante sui principi di *corporate law* a livello europeo, indirizzando tali doveri alla responsabilità per obiettivi di sviluppo sostenibile, e verso la soddisfazione degli interessi di molteplici *stakeholder*.

Più analiticamente, si tratta in primo luogo della direttiva sulla revisione delle disposizioni in materia di informazione non finanziaria². Rispetto al passato, in cui l'informazione non finanziaria era intesa considerare un rischio calcolabile ai fini del valore patrimoniale dell'impresa, questa informazione viene adesso indirizzata principalmente agli investitori che hanno preferenze intrinseche favorevoli alla sostenibilità, ma anche ad altri utilizzatori, gli *stakeholder* non finanziari, i cui interessi sono direttamente in gioco quando si parla delle conseguenze non finanziarie delle attività dell'impresa. Sono loro adesso che possono trarre giovamento dell'informazione sui risultati non finanziari ottenuti dall'impresa. Fin dall'introduzione si insiste sui rischi di *green washing* e di comunicazione non genuina, riscontrati nelle esperienze di rendicontazione non finanziaria fino ad oggi, e sul fatto che ciò mette a rischio la fiducia nell'impresa non solo degli investitori, ma anche della società e degli *stakeholder*. Si proclama perciò la necessità di regole unitarie di rendicontazione su materie obbligatorie fin qui trascurate, e che non possono essere scelte arbitrariamente dalle imprese in base alle esigenze

¹ Si veda a tale proposito European Commission, *Directorate-General for Justice and Consumers, July 2020, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, Final Report*, reperibile in <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901> e inoltre European Commission, Dg Justice, *Inception impact assessment, Sustainable corporate governance, Ref. Ares(2020)4034032 - 30/07/2020*.

² Si veda direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità.

di immagine. Vi è quindi uno sforzo di completare il riferimento alle dimensioni ESG, con elenchi piuttosto dettagliati degli ambiti ambientali su cui rendicontare (basati sulle convezioni internazionali sul clima). Ma soprattutto con elenchi di ambiti sociali, ove è inclusa la rendicontazione circa forme di consultazione e partecipazione dei lavoratori e degli *stakeholder* alla co-gestione dell'impresa; nonché un elenco di ambiti che hanno a che fare con la "governance sostenibile". A tale proposito si cita la rendicontazione dell'attribuzione di chiare responsabilità in materia di politiche per la sostenibilità e la richiesta di rendere conto delle modalità di integrazione nelle strategie manageriali e nelle politiche aziendali delle attività operative rivolte agli obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale. Vi è infine ampia enfasi sui doveri di verifica di terza parte indipendente. Per quanto la "governance sostenibile" non includa in questo testo la partecipazione dei lavoratori e degli *stakeholder*, che è citata come una policy in materia sociale (assieme alle politiche contro la povertà, per i salari decenti, l'uguaglianza di genere e la diversità), tuttavia essa è citata come una materia su cui si deve obbligatoriamente rendere conto, il che è un passo in avanti ragguardevole.

Più interessante è il testo predisposto dalla Commissione ed emendato, rafforzandolo, dal Parlamento europeo e indebolendolo dal Consiglio dell'Unione (al momento in cui si scrive non è ancora stato pubblicato il testo finale risultante dall'accordo tra Parlamento e Consiglio con la mediazione della Commissione) sul tema *Corporate Sustainability Due Diligence* in materia di diritti umani e rispetto dell'ambiente e degli obiettivi di lotta contro il cambiamento climatico³. In questo caso esiste un riferimento normativo univoco (anche se molto generale) negli obblighi che hanno fonte dalle convezioni internazionali sui diritti umani e sugli obiettivi di prevenzione e adattamento al *climate change*. Tali obblighi ricadono sulle imprese di grandi dimensioni che sono identificate dalla direttiva in discussione come quelle aventi rilevante attività economica in Europa. Ma l'aspetto centrale della norma è l'estensione di tali obblighi alla catena di fornitu-

³ Si considerino le diverse versioni che si sono fin qui succedute a partire dalla proposta iniziale della Commissione, in dettaglio European Commission, Brussels, 23 February 2022, *Proposal for a directive of the European Parliament and the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*, e quindi la proposta di compromesso Council of the European Union, Brussels, 25 July 2022 (Note from General Secretariat of the Council to Delegations No. Cion doc.: 6533/22), *Proposal for a directive of the European Parliament and the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU)*, nonché il testo con numerosi emendamenti soppressivi, Consiglio dell'Unione Europea, Bruxelles, 30 novembre 2022 (Fascicolo interistituzionale: 2022/0051, da Comitato dei rappresentanti a Consiglio, n. doc. Comm.: 6533/22), *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*.

Si veda infine l'atto del Parlamento europeo che ristabilisce e amplia vari articoli, Parlamento europeo, *Testi Approvati*, P9 TA(2023)0209, *Emendamenti del Parlamento europeo, approvati il 1° giugno 2023, alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*.

ra delle imprese maggiori, in quanto queste hanno il dovere di prevenire, rendicontare e minimizzare le violazioni anche nella catena di fornitura di cui sono un nodo importante. In effetti, il riferimento alla catena del valore, inizialmente introdotto, è stato ridotto alla catena di fornitura, considerando che l'impresa possa avere responsabilità per i propri fornitori, ma non sia in grado di controllare ciò che accade ai prodotti man mano che si allontanano da essa lungo la catena dei clienti.

A prima vista siamo in ambito di *law compliance*, ma ben oltre la semplice (ovvia) richiesta che l'impresa rispetti i diritti umani e le norme ambientali. L'impresa è chiamata ad organizzarsi in modo da garantire, attraverso diverse attività, la sua osservanza delle norme sui diritti umani e l'ambiente e di poterlo dimostrare. Si tratta dell'osservanza di principi generali o del contributo a obiettivi generali il cui rispetto è affidato all'auto-accertamento attraverso le forme di auto-organizzazione dell'impresa, che la norma di *Due diligence* chiede di attuare in concreto. In tal modo la norma chiede, per garantire il rispetto dei principi e degli obbiettivi, di organizzarsi secondo certe finalità e obiettivi e lascia all'impresa di farlo nel modo più appropriato al suo caso, ritenendo al contempo di poter inferire evidenza circa l'osservanza dei principi e degli obiettivi dai report così generati dall'impresa e dalla sua stessa organizzazione coerente alla due diligence. Insomma, una buona procedura di *due diligence* (secondo i criteri stabiliti dalla norma) crea la presunzione di rispetto (anche se non esclude reclami e richieste di risarcimento – che devono esse stesse essere previste e trattate dall'impresa in conformità con quanto stabilito).

Tutti i passaggi della procedura di *due diligence* hanno a che fare con il modello di governance dell'impresa in senso ampio, in quanto riguardano l'analisi e la prevenzione del rischio di violazione, l'assunzione di impegni pubblici, le attività di verifica e la presa di decisioni di minimizzazione e di risarcimento, la definizione delle modalità di consultazione e partecipazione, in vari passaggi, delle associazioni degli *stakeholder*.

All'impresa viene chiesto di adottare un proprio sistema di regole interne, coerente con le finalità della *due diligence*. Tra queste, è bene rimarcare la richiesta di effettuare *ex ante* una mappatura “completa” di impatti negativi potenziali nelle varie aree di attività, con stime di probabilità di ciascun impatto, in modo da poter stabilire una lista di priorità in base ai maggiori rischi. La richiesta di indicare politiche preventive per mezzo di codici di condotta che finalmente stabiliranno principi di conduzione dell'impresa orientati al rispetto dei diritti umani (sociali) e agli interessi ambientali degli *stakeholder*, nonché i rischi fatti correre nelle varie aree di azione dalle condotte dell'impresa a tali legittimi interessi o diritti, ovvero agli obiettivi di lotta al cambiamento climatico e di conseguenza le azioni preventive per evitarli. A ciò si richiede di far seguire l'analisi sistematica degli impatti negativi effettivamente occorsi e l'enunciazione delle politiche di eliminazione, riduzione o minimizzazione degli effetti negativi nonché la rendicontazione della loro attuazione.

Poiché non tutti gli effetti negativi possono essere immediatamente eliminati all'atto della loro rilevazione, dal momento che essi possono riguardare azioni che avvengono nella catena di fornitura a monte o a valle dell'impresa in questione, la norma richiede di rendere esplicito un ordinamento di priorità in base alla severità (gravità) e probabilità degli impatti negativi che stanno accadendo, secondo il quale procedere alla loro riduzione, quando l'eliminazione istantanea non sia possibile (anche perché potrebbe implicare conseguenze sociali anche più gravi per i diritti umani dei lavoratori coinvolti nelle imprese della catena di fornitura, quali il licenziamento e la perdita della fonte di sostentamento). Ciò permette di limitare ai casi più gravi, o nei quali non vi è alternativa, gli obblighi di cessazione di rapporti contrattuali nella catena di fornitura – cessazione che tuttavia non è esclusa – e piuttosto ricorrere all'uso dell'influenza dell'impresa maggiore sulle imprese minori appartenenti alla medesima catena del valore, in modo da indurle a eliminare, attraverso un programma di miglioramento, le violazioni entro un certo tempo, pena la rottura dei rapporti contrattuali (si direbbe che ciò implichi anche la disponibilità dell'impresa maggiore a farsi carico dei costi aggiuntivi che tali decisioni di riduzione delle violazioni possono implicare, come ad esempio salari più elevati o orari e condizioni di lavoro rispettosi delle convenzioni internazionali da parte del fornitore). Tutte queste attività soggiacciono a un dovere di rendicontazione e comunicazione al pubblico. Nondimeno, l'impresa deve consultare le associazioni degli *stakeholder* in vari passaggi della suddetta procedura (in modalità abbastanza indeterminate) e deve riconoscere che gli *stakeholder* stessi e le loro associazioni (lavoratori, sindacati, ONG) sono abilitati a presentare reclami contro la violazione dei diritti umani e le politiche di protezione ambientale, cui l'impresa deve dare risposta secondo quanto richiesto dalla stessa procedura di due diligence.

Di assoluto rilievo ai nostri fini è l'art. 25 della proposta della Commissione (difeso e rafforzato dal Parlamento con lo slittamento semantico da “tener conto” a “prendere in considerazione”), in cui si stabilirebbe il cambiamento della definizione dei doveri di “due care” degli amministratori nei confronti dell'impresa. Quella proposta affermerebbe, infatti, «*when fulfilling their duty to act in the best interest of the company, directors of companies referred to in Article 2(1) take into consideration the consequences of their decisions for sustainability matters, including, where applicable, human rights, climate change and environmental consequences, including in the short, medium and long term*»⁴. Nel primo documento

⁴ Questa formulazione risulta dall'emendamento estensivo rispetto al primo testo della Commissione riportato nella relazione di compromesso Council of the European Union, Brussels, 25 July 2022, (nt. 3), ribadita dall'approvazione del Parlamento europeo del 1° giugno 2023 (v. sopra, nt. 3). Quando questo saggio venne illustrato per la prima volta e poi rielaborato in vista della pubblicazione, la formulazione suddetta dell'art. 25 era ancora presente nel testo sostenuto da Parlamento europeo. Nel momento in cui si va in stampa, tuttavia, pare che esso non figuri nei termini dell'accordo politico risultante dal “trilogo” (sebbene il nuovo testo della direttiva non sia ancora disponibile). Ai fini di questo saggio, tuttavia, la presenza di questa norma tra quelle sostenute da Parlamento e

della Commissione emendato restrittivamente dal Consiglio dell'Unione⁵, inoltre, gli amministratori erano legalmente responsabili dei doveri di diligenza verso l'interesse dell'impresa così ridefinito (vedi art. 26), e cioè potevano esser chiamati a rispondere se l'interesse dell'impresa non fosse stato inteso tenendo conto della sostenibilità sociale e ambientale. Appaiono in tal modo per la prima volta, nei testi approvati dal Parlamento europeo e Commissione (indipendentemente dagli esiti del “trilogo” in cui il consiglio dell'Unione ha sostenuto un'opinione opposta), norme giuridicamente vincolanti contenenti l'affermazione dei doveri fiduciari degli amministratori delle maggiori società per azioni nei confronti degli *stakeholder*, i cui interessi sono incisi quando si considerano le conseguenze delle decisioni in termini di sostenibilità, diritti umani e ambiente, sia nel breve che nel lungo termine. Non è ancora l'esplicita definizione di “governance estesa multi-stakeholder” che caratterizza il modello dell'impresa socialmente responsabile (vedasi sez. 4.2) – poiché si tratta di “tenere in considerazione” piuttosto che orientare le azioni dell'impresa al perseguire in modo bilanciato tali interessi. Ma è un fatto che per la prima volta si è posta esplicitamente la possibilità, e si è aperta conseguentemente la prospettiva, che un cambiamento degli scopi dell'impresa e quindi dei doveri fiduciari degli amministratori in senso multi-stakeholder venga stabilito attraverso norme giuridiche vincolanti a livello europeo.

2. Cambia il mezzo, non il fine.

Vi è dunque del vero nel giudizio sopra riportato circa un cambiamento di approccio. Tale giudizio rimane tuttavia piuttosto sulla superficie del fenomeno. Bisognerebbe infatti distinguere tra il *contenuto normativo* di tali iniziative, cioè la proposta di un modello normativo di impresa e di responsabilità del governo di impresa verso molteplici *stakeholder* e quindi molteplici interessi, obiettivi e principi aventi un contenuto di valore, e gli *strumenti giuridici* adottati per promuovere tale contenuto e farlo valere.

Quanto al primo aspetto non si può parlare di una cesura, semmai di una lenta evoluzione. Si tratta in effetti fin dai primi documenti – libro verde e poi comunicazione della Commissione europea⁶ – di raccomandazioni che recepiscono con

Commissione testimonia l'esistenza di una nuova tendenza normativa a livello europeo sui temi della corporate governance.

⁵ V. Consiglio dell'Unione europea, Bruxelles, 30 novembre 2022, (nt. 3), ove si sopprimono sia l'art. 25 che l'art. 26 sulla responsabilità civile degli amministratori.

⁶ Si veda European Commission, Brussels, 18 July 2001 COM(2001) 366, *final Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*, e inoltre si veda European Commission, Brussels, 25 October 2011 COM(2011) 681 *final Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions. A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*.

varie sfumature un modello di impresa in cui la responsabilità degli amministratori è rivolta a soddisfare le legittime pretese e i diritti di diversi *stakeholder* in una prospettiva di sviluppo sostenibile, che supera certamente la visione ristretta secondo cui l'unico obiettivo dell'impresa, nonché l'obbligo fiduciario del management, sia quello rivolto alla massimizzazione del valore per gli azionisti. In modo più o meno netto (senza aspirare al rigore di un'analisi scientifica), si tratta di documenti che cercano di integrare e allargare il novero degli interessi, degli scopi e dei principi cui il management delle imprese dovrebbe rispondere. Sebbene le formulazioni siano state ospitali nei confronti di interpretazioni più o meno radicali di questo punto di vista, si è trattato di uno dei canali attraverso i quali è venuta emergendo una "norma sociale" alternativa a quella predominante nell'interpretazione dei principi regolativi dell'impresa, secondo la quale l'unico scopo sarebbe quello di massimizzare il valore per gli azionisti (sia pur nei limiti della legge – il che significa che sebbene obblighi esterni possano essere imposti, il solo criterio di conduzione dell'impresa, in cui si esercita l'autorità e direzionalità manageriale, sarebbe l'aumento del valore patrimoniale dell'impresa e la remunerazione degli investitori di capitale). Tali iniziative sono state uno dei terreni in cui si è combattuta (con maggiore forza nel corso dello scorcio del nuovo secolo) la contesa tra modelli alternativi di *corporate governance*: tra l'approccio di massimizzazione del valore per gli *shareholder* e invece quello di perseguimento degli interessi di molteplici *stakeholder* (saremo assai più precisi nel seguito). Di questo, tra alti e bassi, continua a trattarsi.

Se un cambiamento di contenuto può essere osservato, in effetti, esso è dato dal fatto che le iniziative cui facciamo riferimento hanno via via tratto alimento dal concetto di sviluppo sostenibile e dall'agenda e obiettivi (SDGs) dello sviluppo sostenibile come elaborati nelle conferenze ONU di Rio (2012) e Parigi (2015), intesi come cornice generale di diritto internazionale, entro la quale il riferimento alle pretese legittime di "altri" *stakeholder* riceve una definizione più univoca. Disporre di tale insieme di obiettivi, sia pure nella forma di principi e obiettivi generali e astratti, in un linguaggio che permette la comparabilità a livello internazionale, ha contribuito a dare una cornice più chiara all'idea che le imprese abbiano responsabilità per principi, obiettivi e interessi di categorie di *stakeholder* più estese dei soli *shareholder*. Sebbene spesso l'adesione agli obiettivi di SDGs delle imprese si limiti a una loro citazione sul sito aziendale, disporre di quella cornice contribuisce ad affermare l'idea che essi non possono solo riguardare divieti imposti dall'esterno, bensì costituiscono principi e obiettivi di buona conduzione dell'impresa e che plasmano dall'interno l'esercizio della discrezionalità e della competenza decisionale dei gestori, e quindi una reinterpretazione della *governance* e del *management*.

Questo cambiamento può essere inteso in una prospettiva di accrescimento e di precisazione dei contenuti. La continuità nello sviluppo dell'idea di impresa socialmente responsabile, che discuteremo in questo lavoro, si può evincere fin dalla prima definizione che ne diede il *libro verde* della Commissione (2001):

«By stating their social responsibility and voluntarily taking on commitments which go beyond common regulatory and conventional requirements, which they would have to respect in any case, companies endeavour to raise the standards of social development, environmental protection and respect of fundamental rights and embrace an *open governance, reconciling interests of various stakeholders in an overall approach of quality and sustainability*» (Green Paper, p. 4, Brussels, 18.7.2001, enfasi aggiunta)⁷.

Come si vede era già presente l'idea di un modello di governo aperto ad altri *stakeholder*, volto a conciliare gli interessi di vari *stakeholder* in un approccio rivolto ai valori e obiettivi della sostenibilità e quindi al perseguimento di elevati standard di sviluppo sociale e ambientale e al rispetto dei diritti umani, benché si parli di impegni assunti di propria iniziativa (ma sempre di “*commitment*” si tratta!) e che vanno al di là delle richieste da parte della legge (e quindi riguardano l'adozione volontaria di standard che modellano la discrezionalità manageriale).

Ciò che cambia nel corso del tempo in effetti è l'enfasi sugli strumenti giuridici per mettere in atto tale modello di governo di impresa. A tale proposito si sente sempre enfatizzare il passaggio dalla volontarietà (della sfera della *soft law*) alla obbligatorietà (in alcune aree) o alla sfera della *hard law*, con una corrispondente divisione del campo dei commentatori tra coloro che plaudono (“senza norme obbligatorie non è serio”) e quelli che censurano (“tutto si trasformerà in un adempimento senza adesione volontaria e quindi senza motivazioni al supporto”). Ritengo tali valutazioni non immotivate, ma ugualmente insoddisfacenti. Il riferimento alla “volontarietà” non si è mai ridotto nei documenti della Unione europea a *mera discrezionalità* (certo questa è stata l'interpretazione di varie associazioni imprenditoriali), cioè alla scelta contingente, caso per caso dell'iniziativa con cui prendere in considerazione l'interesse di qualche *stakeholder* quando ciò fosse un

⁷La traduzione italiana è: «Affermando la loro responsabilità sociale e assumendo di propria iniziativa impegni che vanno al di là delle esigenze regolamentari e convenzionali cui devono comunque conformarsi, le imprese si sforzano di elevare le norme collegate allo sviluppo sociale, alla tutela dell'ambiente e al rispetto dei diritti fondamentali, adottando un sistema di governo aperto, in grado di conciliare gli interessi delle varie parti interessate nell'ambito di un approccio globale della qualità e dello sviluppo sostenibile» (Green Paper, Bruxelles, 18.7.2001).

Per isolare il nucleo del modello normativo dell'impresa socialmente responsabile – a prescindere dallo strumento giuridico per la sua imposizione – non molto dopo proposi la seguente definizione: «CSR is a model of extended corporate governance whereby who runs a firm (entrepreneurs, directors, managers) have responsibilities that range from fulfilment of their fiduciary duties towards the owners to fulfilment of analogous fiduciary duties towards all the firm's stakeholders», L. SACCONI, *Corporate social responsibility (CSR) as a model of “extended” corporate governance. An explanation based on the economic theories of social contract, reputation and reciprocal conformism*, Liuc Paper No. 142, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5145222004; inoltre L. SACCONI, *Responsabilità Sociale come Governance allargata d'impresa: una interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione* in *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di G. RUSCONI, M. DORIGATTI, Milano, Franco Angeli, 2004, 107-150. Questo modello è materia del contendere in alternativa al modello dello *shareholder value*.

mezzo efficace (o almeno complementare) allo scopo della massimizzazione del valore per gli azionisti. L'approccio è sempre stato invece quello del favorire l'emergere di standard di comportamento basati su principi generali e regole di condotta, termini di accordo tra istituzioni pubbliche, imprese e associazioni di *stakeholder*, inclusi i sindacati dei lavoratori a livello nazionale e internazionale, da cui discendevano sempre obbligazioni nella forma quanto meno di norme etiche – accettate per via di accordo (quando non accordi formali che potevano assumere la forma di contratti o di modifiche statuarie). Tali standard avrebbero dovuto essere in grado di specificare la nozione di doveri delle imprese nei confronti degli *stakeholder*. Inoltre, sarebbero stati il risultato di un accordo sociale multi-*stakeholder*, anche se la loro attuazione sarebbe passata non attraverso l'imposizione da parte dell'autorità pubblica, bensì attraverso atti volontari, (o al massimo atti attraverso cui si fanno valere gli accordi, o assetti statutari che possono ovviamente avere valore legale). Tali atti sarebbero però stati verificati da terze parti indipendenti, avrebbero dovuto essere oggetto di rendicontazione e valutazione pubblica e quindi andare soggetti a premi e sanzioni quanto meno reputazionali (sociali). Gli standard avrebbero avuto in ogni modo la natura di norme che plasmano la discrezionalità imprenditoriale, fanno risaltare la non conformità, e la spinta alla loro attuazione avrebbe potuto essere endogena nella misura in cui l'ottenimento di effetti di reputazione può esser considerato come “premio,” e le perdite di reputazione come “sanzioni” (effetto di comportamenti “ritorsivi” messi in atto dagli *stakeholder* a fronte di una caduta reputazionale).

Tale modello di imposizione largamente basato sull'adesione volontaria può essere considerato più o meno fondato e realistico. Tuttavia, non coincide con la libera discrezionalità di impresa, intesa come una strategia di massimizzazione del valore per gli azionisti, che in base alle contingenze e alle opportunità può coincidere (ma anche non coincidere) con il perseguimento di interessi fondamentali degli *stakeholder*, il rispetto dei diritti umani e delle politiche contro il cambiamento climatico. Gli standard sono fonte di obbligazioni di tipo etico, quanto meno espressi nelle forme della *soft law*, e vincolano dall'interno la discrezionalità dei gestori in base a regole accettate e auto-imposte dall'impresa. Non sono un mezzo per *altri* scopi – ad es. perseguire il valore per gli azionisti. Ogni defezione dagli standard, se l'ipotesi iniziale funzionasse, sarebbe costosa e tale da incentivare la loro osservanza.

Come si intuisce da queste righe, chi scrive non ritiene che tale prospettiva iniziale fosse destituita di ogni fondamento. In linea di principio, tale approccio poteva essere basato su una visione teorica coerente⁸. È tuttavia ormai chiaro che tale pro-

⁸Ne ho dato la mia versione in L. SACCONI, *Economia, etica organizzazione*, Roma-Bari, Laterza, 1997 e quindi in L. SACCONI, *The social contract of the firm*, Berlin, Springer, 2000; per lo sviluppo applicativo vedi L. SACCONI, S. DE COLLE, E. BALDIN, *The Q-RES Project: The Quality of Social and Ethical Responsibility of Corporations, in Standards and Audits for Ethics Management Systems: The European Perspective*, a cura di J. WIELAND, Berlin, Springer, 2003, 60-117.

spettiva, in cui l'imposizione delle norme (standard) è essenzialmente lasciata al meccanismo della reputazione, fa ipotesi troppo esigenti (per una discussione della fragilità del meccanismo reputazionale nel caso dell'impresa si veda la sez. 4.1).

In sostanza, il meccanismo era troppo esigente e delicato per funzionare e quindi non ha funzionato. Perché funzionasse ci sarebbe dovuta essere una classe manageriale che si ponesse rispetto al meccanismo come custode delle condizioni del suo funzionamento, anziché come parte in causa interessata a defezionare non appena l'efficacia del meccanismo reputazionale fosse messa alla prova, per trarne beneficio (grazie agli incentivi privati tipo *stock option*). Alternativamente sarebbero state necessarie istituzioni e organizzazioni della società civile capaci di svolgere la funzione di *terza parte indipendente* in grado di svolgere il ruolo di "watch dog" e di amministrare, sulla base della verifica dell'osservanza in modo imparziale, i benefici e i costi delle sanzioni reputazionali – istituzioni e organizzazioni generalmente assenti e in parte compromesse dai conflitti di interesse. Tutto ciò ha a che fare, e può essere generato, solo per via di un processo di scelta collettiva (sociale e politica) più ampio, che non può non investire esplicitamente la i principi giuridici della *corporate governance*.

Ciò ha portato l'Unione europea a riconoscere l'importanza di interventi normativi vincolanti come quelli esaminati nelle pagine precedenti. Bisogna però essere chiari in proposito. Non tutto si presta a una disciplina concreta e vincolante. Ad esempio, i principi di rendicontazione sociale possono essere statuiti per legge, ma difficilmente possono esserlo gli indicatori sulle varie materie – che si riferiscono a conoscenza specialistica in costante mutamento. Oppure le norme di *due diligence* a riguardo di principi di diritto internazionale possono certamente essere statuite, ma poi esse stesse lasciano ampio spazio all'autorganizzazione delle attività di prevenzione (alla loro autodisciplina mediante codici etici dell'impresa), verifica e controllo interne – sia pure sotto un obbligo di trasparenza (insomma la norma dice all'impresa che deve stabilire e dichiarare come adempie a certe richieste di autorganizzazione). I principi della partecipazione degli *stakeholder* possono essere previsti per legge, ma la loro specificazione deve riflettere la diversità delle forme organizzative. Credere che la disciplina vincolante possa estendersi al di là di questi limiti significa cadere nell'errore dell'onniscienza del legislatore e nell'incomprensione della reale disseminazione dell'informazione e della conoscenza tra gli agenti decentrati nei diversi domini di interazione sociale. Trattandosi di forme di governance e di autorganizzazione delle imprese, pensare a una imposizione esterna di doveri che entrano nei dettagli minuti delle scelte manageriali e dei comportamenti dei partecipanti all'organizzazione, specie quando si tratta di realizzare un bilanciamento equo tra diversi interessi, sarebbe assurdo (a tale proposito, infatti, Blair e Stout difendono la dottrina del *business judgement*⁹).

⁹ Cfr. M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in 85(2), *Virginia L. Rev.*, 1999, 247-328.

Inoltre, permane il problema delle motivazioni e degli incentivi in grado rendere endogena l'imposizione (cioè l'auto imposizione) di una norma sia nel caso di norme di *soft law* che di norme di *hard law*, e quindi resta centrale la verifica delle condizioni di equilibrio nella sfera della *compliance* specie per le norme di *corporate governance*. In altri termini, resta sempre essenziale il problema dell'accettazione e delle motivazioni che sospingono all'adozione di una forma di organizzazione che possa effettivamente essere attuata. Il che accade quando essa corrisponde a un sistema di interazione tra le parti rilevanti, in cui tali agenti hanno motivazioni e interessi coerenti alla messa in atto della forma stessa di governance. Deve, cioè, poter essere concepita come qualcosa che potrebbe emergere dal loro accordo volontario, e che tale accordo possa suscitare incentivi e motivazioni in grado di imporne l'attuazione.

Ciò non significa trascurare che le condizioni per un accordo volontario possano invece essere ostacolate da incrostazioni di potere che non permettono il formarsi di una situazione simmetrica di scelta tra *stakeholder* sulla forma di governance, o che l'accordo effettivamente volontario sia reso inaccessibile da uno *status quo* arbitrario, che può inclinare troppo a favore di una delle parti i termini di ogni accordo fattibile (come accadrebbe se si ritenesse vincolante il regime dello *shareholder value* quale punto di partenza per la transizione all'approccio *stakeholder*). Questo ovviamente non dovrebbe essere ammesso nell'idea di accordo volontario imparziale.

Così anche nel contesto in cui importanti elementi del modello di impresa socialmente responsabile fossero introdotti – mediante principi generali – come norme giuridiche vincolanti, sarebbe sempre centrale verificare che tali norme riflettano accordi, e siano in grado di suscitare incentivi e preferenze in grado di renderli effettivi e di farli davvero valere. In sostanza, ora la fase in Europa è cambiata non perché l'obiettivo di generare adesione endogena, basata su aspettative reciproche e preferenze attivate dall'idea di accordo possibile tra gli *stakeholder*, sia venuto meno – ma perché si è rivelato illusorio puntare sui soli strumenti di *soft law* (standard ad adesione volontaria) per generare quelle motivazioni e incentivi, senza ricorrere ad un accordo più ampio e fondamentale. Nell'ambito dei principi generali della *corporate governance* (doveri degli amministratori, nozione generale degli interessi perseguiti dall'impresa, diritti di partecipazione dei vari *stakeholder*, obblighi di rendicontazione o di *due diligence*) la legge assolve a una funzione indispensabile *non tanto* per la sua effettività “automatica” (che non esiste in queste materie in cui si tratta di introdurre un certo modo di auto-organizzarsi e di agire di organizzazioni complesse attraverso scelte quotidiane di management), *quanto* perché può costituire il *focus* univoco di un sistema di aspettative reciproche, che può generarsi per effetto di un accordo collettivo su ampia scala (su questo si veda il prossima sezione), che può essere inteso come un “patto sociale” sul modello di impresa europeo. L'iniziativa legislativa, basata su una ampia discussione pubblica, svolgerebbe una funzione di coordinamento, che

stabilisce un punto di avvio per la dinamica che porta ad un equilibrio istituzionale effettivo, cioè all'effettiva, estesa attuazione dei principi nelle pratiche e comportamenti reali (ma su questo si veda la prossima sezione).

3. Il metodo: “nuova” analisi economica del diritto.

Come spiegare questa stagione di cambiamento? Nelle pagine della sezione precedente una chiave di interpretazione è già stata suggerita, ma ora dobbiamo fare un passo indietro per essere molto più precisi nell'analisi. Nel contesto dell'analisi economica del diritto “spiegare” ha a che fare con rendere “intelligibile”, e cioè ricostruire in termini di una logica di scelta razionale (in questo senso “micro-economica”). Trovare in altre parole un modello/criterio di scelta collettiva razionale (non necessariamente “scelta sociale” basata sull'aggregazione delle preferenze, ma anche risultante dall'accordo o dal coordinamento tra agenti individuali diversi) secondo il quale il fatto normativo, l'introduzione di norme volte a sviluppare un'istituzione entro un certo dominio, abbia una *ratio* interna – possa conseguentemente essere visto come “razionale” nei termini dell'applicazione di quel criterio/modello di scelta. Il confine tra positivo e normativo è rispettato, ma è sottile. La norma viene infatti interpretata alla luce di un modello di scelta razionale che ne renda conto logicamente, e questa interpretazione vale come una spiegazione. Essa non implica un'accettazione morale (il criterio di *giustificazione* di una norma è più esigente di quello della mera razionalità). Tuttavia, se il modello di scelta razionale soddisfa anche proprietà di imparzialità e incorpora un criterio di giustizia – se questo è vero – allora ciò che spiega anche giustifica, e viceversa. D'altra parte, se la ricostruzione del fatto normativo nei termini del miglior modello/criterio per spiegarlo è fallace, l'analisi prevedrà effetti inattesi e dal punto di vista normativo potrà suggerire una riforma.

Ovviamente, non è necessario che il fatto normativo debba essere ricostruito come il risultato di una scelta intenzionale unitaria e univoca, senza cioè incorrere negli effetti non-attesi o paradossali della scelta di molti agenti (si pensi al contrario al dilemma del prigioniero, o all'impossibilità della scelta collettiva di Arrow). La razionalizzazione inoltre può avvenire attraverso modelli emergenti dalla contrattazione o dal coordinamento in giochi ripetuti, cioè processi tra molteplici agenti interagenti, nessun dei quali controlla interamente il modello emergente. È vero, tuttavia, che parlando di analisi economica del diritto il lettore sarà immediatamente condotto a pensare che si voglia suggerire una spiegazione del tipo che l'emergenza del modello di impresa che si delinea sia “più efficiente” nel senso della massimizzazione di qualche misura di utilità aggregata o della ricchezza, o minimizzazione dei costi di transazione, e che il legislatore creda che esso sia più efficiente. Non intendo procedere in questa direzione, e quindi in questa sezione propongo un metodo di interpretazione alternativo: una “nuova” analisi economica del diritto.

3.1. Diritto, regole del gioco e gioco delle regole.

Nonostante la visione prevalente (ampiamente supportata dalle analisi di Posner¹⁰) vorrebbe la L&E solo concentrata *sull'efficienza* delle norme, la proprietà economica base delle istituzioni (il termine base della loro definizione economica) non è l'efficienza, bensì *l'equilibrio*. Esistono istituzioni sub-ottimali, nondimeno stabili, che perciò possono essere osservate e perdurare nel tempo. D'altra parte, se non soddisfano proprietà di equilibrio le istituzioni non sono "effettive" (non hanno effettività nel senso di costituire regole effettivamente messe in atto nei comportamenti degli agenti in un certo dominio) e tendono a svanire.

Il concetto base per caratterizzare una norma in quanto "effettiva" (e quindi base per una istituzione) per l'economista è quello di *equilibrio di Nash* in giochi non cooperativi – ovvero una regolarità di comportamento tra molteplici agenti equivalente a una combinazione di azioni individuali, le une ottime rispetto alle altre in termini degli obbiettivi degli agenti. Una combinazione tale, cioè, che la conformità alla norma è la risposta migliore di ogni agente alla conformità alla norma da parte degli altri. Un altro concetto base per comprendere l'insorgenza di una norma giuridica, è quello di *equilibrio di contrattazione*, in cui si considera la razionalità reciproca di aderire o meno ad un accordo, o a un contratto, potendo provvisoriamente trascurare il problema della *compliance* (osservanza) *ex post*¹¹.

Ciò che c'è da sapere è che ogni gioco interessante ha una molteplicità di soluzioni di equilibrio possibili e il problema della sua soluzione si pone quindi quasi sempre come un problema di selezione dell'equilibrio – tranne casi rari, sebbene molto noti per la loro semplicità e anche per la paradossalità dell'esito, come il dilemma del prigioniero (DP), in cui l'equilibrio è unico e in strategie dominanti, ma l'esito è indesiderabile (Pareto-sub-ottimale) per tutti i giocatori. Non a caso, perciò, i tentativi di uscire dal paradosso inseriscono il DP in un gioco più ampio, in cui il singolo DP è ripetuto infinite volte, oppure la sua soluzione (equilibrio) sub-ottimale appare come il punto di partenza di un gioco di contrattazione con molteplici accordi possibili, o ancora il gioco base del DP è aumentato mediante

¹⁰ Si vedano R. POSNER, *Economic analysis of the law*³, Boston Little Brown and Company, 1986; R. POSNER, *The economic approach to the law*, in *Problems of jurisprudence*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 1990, e inoltre R. COOTER, T. ULEM, *Law and Economics*, Boston, Pearson/Addison Wesley, 1988, (5th ed. 2008), L. KAPLOW, S. SHAVELL, *Fairness and welfare*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 2002; Per una visione diversa G. CALABRESI, *The Future of Law & Economics: Essays in Reform and Recollection*, New Haven Connecticut, Yale University Press, 2016, per una esposizione critica della medesima dottrina F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, Giuffrè, 2002.

¹¹ Per i due concetti di soluzione dovuti a Nash si vedano i classici J. NASH, *The Bargaining Problem*, in 18 *Econometrica*, 1950, 155-162; J. NASH, *Non-Cooperative Games*, in 54 *Annals of Mathematics*, 1951, 286-295. Per una presentazione sistematica K. BINMORE, *Fun and Games: A Text on Game Theory*, Lexington, Houghton Mifflin, 1992.

altre strategie che descrivono meglio la situazione, e di fatto cambiano il gioco¹².

In questo contesto qual è il ruolo del diritto? Poiché il gioco è definito mediante varie “regole del gioco”, il diritto può contribuire a stabilire la struttura di interazione, cui è associato un insieme di equilibrio entro cui va cercata la soluzione. In questo caso il diritto è un dato esogeno che definisce le regole del gioco e l’interazione è condizionata dalle regole entro cui avviene. Tuttavia, il diritto può essere visto anche come il «*frame* normativo» (un certo schema entro cui il gioco viene visto e circa come debba essere giocato) o un *focal point* che favorisce l’emergenza di uno o un altro equilibrio tra quelli possibili¹³. Detto altrimenti, esser visto come un contributo alla soluzione del problema di selezione dell’equilibrio mediante una “visione” che impone una cornice (*frame*) sull’insieme degli equilibri possibili, focalizzando l’attenzione su un sottoinsieme ristretto (una sorta di “raffinamento”), o che spinge l’interazione verso una singola soluzione. Qui il diritto appare come componente dell’interazione strategica, influisce sulle credenze che si formano in essa, e fa parte della soluzione endogena al gioco. Non è un dato esterno, ma un aspetto della soluzione del problema di interazione. Insomma, il diritto può essere visto come una *determinante delle regole* del gioco (date le quali si può calcolare l’insieme degli equilibri possibili), ma anche come componente del processo che genera il risultato del gioco consistente nell’affermarsi di una certa *regolarità di condotta* – cioè, l’emergenza di un’istituzione (legale).

Il secondo caso è quello più rilevante. Infatti, il tema centrale della nuova analisi economica è come e quali norme (giuridiche o pre-giuridiche) determinano la convergenza all’equilibrio (e cioè alla creazione di un’istituzione legale). È facile perciò intuire che la proprietà che influisce sulla convergenza possa *non* essere l’efficienza. In effetti, la condizione di efficienza di Pareto può essere soddisfatta da una *grande molteplicità* di equilibri alternativi, del tutto diversi in termini di distribuzione dei *payoff* tra gli agenti (e quindi di idee di giustizia), cosicché di per sé non seleziona affatto un particolare equilibrio (istituzione). Inoltre, l’efficienza non è univoca perché è piuttosto relativa alla preesistenza istituzionale che fissa lo *status quo*, rispetto al quale si calcola il mutuo vantaggio. Cosicché l’insieme efficiente varia con gli *status quo*. Quello che conta, invece, è che cosa i giocatori si aspettano e credono che gli altri faranno, e quindi se esista qualche fattore di focalizzazione delle aspettative su un esito che possa così risultare la base di un ac-

¹² Un modo per cambiare il gioco è trasformarlo in un gioco reiterato: si vedano D. FUDENBERG, *Explaining Cooperation and Commitment in Repeated Games*, in *Advances in Economic Theory. 6th World Congress*, ed. by J.J. LAFFONT, Cambridge, Cambridge University Press, 1991; D. FUDENBERG, E. MASKIN, *Folk Theorems for Repeated Games with Discounting or with Incomplete Information*, in *54 Econometrica*, 1986, 533-554; alternativamente si può inserire il PD in un gioco più ampio che ne modifica i *payoff*: ad esempio J. BUCHANAN *The limits of liberty*, Chicago, The University of Chicago Press, 1975, D. GAUTHIER, *Morals by agreement*, Oxford, Clarendon Press, 1986; oppure attraverso un cambiamento endogeno delle preferenze cfr. M. RABIN, *Incorporating Fairness into Game Theory*, in *83(5) American Econ. Rev.*, 1993, 1281-1302.

¹³ K. BASU, *The Republic of Beliefs*, Princeton, Princeton University Press, 2018.

cordo. Se interpretiamo l'equità come "accordo equo" o come ciò che chiunque si aspetta che ciascuno farebbe in un certo stato, allora una nozione di equità sembra l'ovvio candidato allo scopo, dal momento che permette di selezionare un esito di equilibrio tra i molti che possono soddisfare la condizione di efficienza.

Per comprendere più chiaramente le due funzioni del diritto sopra indicate, ricordiamo che vi sono due modalità complementari di descrizione di un gioco. La *game form* (forma del gioco) è la struttura risultante dalla descrizione delle variabili base, dette *regole* del gioco: queste stabiliscono quanti e quali *giocatori* partecipano, in quale *ordine* fanno le loro *mosse*, *quante mosse* hanno a disposizione, quale è la loro *informazione* quando decidono, le *conseguenze* di ciascuna sequenza di mosse dei vari giocatori, cioè delle strategie che essi scelgono simultaneamente o in successione, e quindi i risultati (*outcomes*) del gioco. Le regole del gioco assegnano quindi ai giocatori insiemi di strategie, informazioni e risultati. Si ammette per ipotesi che la descrizione della forma del gioco sia "oggettiva" e quindi non dipenda dalle credenze e dalle preferenze dei giocatori.

La completa descrizione del gioco (*game form*) richiede però l'aggiunta di variabili *soggettive*, i.e. le preferenze dei diversi giocatori, che possono essere note o incerte tra gli uni e gli altri, nonché le credenze che essi detengono sulle scelte altrui ai vari nodi dell'albero di gioco. Le variabili soggettive permettono di calcolare gli equilibri possibili grazie ai *payoff* dei giocatori (che non esistono senza le preferenze). Se anche queste variabili sono univocamente definite in modo oggettivo e ugualmente note a tutti i giocatori (che sanno che gli altri le sanno) si dice che essi hanno *conoscenza comune* del gioco.

Tuttavia, non è questa l'ipotesi più interessante per lo studio economico delle istituzioni. Se si ipotizza che i giocatori abbiano conoscenza limitata, le variabili che definiscono la *game form* oggettiva e soggettiva possono essere rappresentate nella mente dei giocatori con complessità ridotta rispetto al gioco oggettivo, un modello mentale riassuntivo che ne evidenzia alcune possibilità rispetto ad altre. In particolare, le variabili soggettive (credenze su azioni e preferenze) possono essere plasmate da un *frame del gioco* – *game frame* (un modello mentale) che definisce quale gioco vedono i giocatori e come pensano dovrebbe esser giocato. È possibile che i *game-frame* non coincidano con la forma oggettiva/soggettiva del gioco. Il *frame* mentale del gioco può ridurre la complessità e darne un sommario ridotto delle possibilità effettive, può selezionarne alcune come più salienti o addirittura come le uniche visibili. È possibile che i giocatori condividano lo stesso *game frame* oppure no. Se è condiviso ed equivalente alla *game form* siamo nuovamente nel caso di conoscenza comune del gioco. Il caso più interessante è però quando i giocatori condividono un certo *game frame*, anche se questo costituisce un sommario semplificato o addirittura una "particolare visione" del gioco ed è una visione *selettiva* rispetto alla *game form*¹⁴.

¹⁴ Cfr. M. AOKI, *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge, Mass., MIT Press, 2001. Il concetto di modello mentale è ripreso da P.N. JOHNSON-LAIRD, *Mental Models Towards A*

Una volta che le *regole del gioco* sono stabilite, grazie alla forma oggettiva e date le variabili soggettive, all'interno delle regole date si svolge un *gioco delle regole*: una regolarità di comportamento viene selezionata mediante la convergenza delle scelte verso una configurazione stabile, in cui ciascuna scelta è risposta ottima alle altre, e quindi cessa di variare, così da costituire la soluzione del gioco – e cioè un particolare equilibrio. Nella selezione di un equilibrio tra i diversi possibili, lo schema del gioco (*game frame*) che viene alla mente dei giocatori, assolve un ruolo importante. Anche assumendo che le strategie ammesse come meramente possibili nel frame soggettivo coincidano con quelle oggettivamente date, un modello mentale prevalente seleziona e mette in evidenza un sottinsieme degli equilibri possibili e ne porta in secondo piano altri, tra i primi ne rende alcuni più probabili e in ogni modo ne stabilisce la probabilità relativa iniziale che non deve essere necessariamente uguale. Crea, cioè, le premesse per una dinamica di selezione dell'equilibrio che prende forma attraverso le scelte interdipendenti e reiterate dei giocatori. Tale dinamica può essere ridotta al minimo se il modello mentale del gioco rende ovvio che un unico equilibrio venga giocato. Ma questo non è il solo caso – la dinamica di selezione può elaborare vari passaggi di formazione e correzione delle aspettative reciproche (circa quale combinazione di strategie di equilibrio verrà giocata) fino a fissare le aspettative su una di esse¹⁵.

3.2. Game frame e selezione di equilibri come istituzioni.

Qui entra in scena il concetto di istituzione come equilibrio – che in effetti non può essere inteso senza quello di aspettativa e sistema di aspettative. Riprendiamo la definizione di istituzione come equilibrio da Aoki. Le istituzioni sono «rules created through the strategic interaction of agents, held in the minds of agents and thus self-sustaining»: così un'istituzione è «a self-sustaining system

Cognitive Science of Language, Inference and Consciousness, Cambridge, Cambridge University Press, 1986; P. LEGRENZI, V. GIROTTI, P.N. JOHNSON-LAIRD, *Focussing in reasoning and decision making*, in 49 *Cognition*, 1993, 37-66. Vedi inoltre A. DEZAU, D. NORTH, *Shared Mental Models: Ideologies and Institutions*, in 47(1) *Kiklos*, 1994, 1-31. Per la nozione di framing: D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Choices, values, and frames*, in 39(4) *American Psychologist*, 1984, 341-350.

¹⁵ In materia di selezione dell'equilibrio si veda J.C. HARSANYI, *The Tracing Procedure. A Bayesian Approach to Defining a Solution*, in 4(2) *International J. of Game Theory*, 1975, 61-94; J. C. HARSANYI, R. SELTEN, *A General Theory of Equilibrium Selection*, Cambridge MA, Harvard University Press, 1988, e inoltre K. BINMORE, *Modeling Rational Playersm, part I and part II*, in 1(3) *Econ. and Philosophy*, 1987, 9-55 and 2(4), 179-214; inoltre per la selezione evolucionistica veda R. SUGDEN, *The Economics of Rights, Cooperation and Welfare*, London, Blackwell, 1986; L. SAMUELSON, *Evolutionary Games and Equilibrium Selection*, Cambridge Mass, The MIT Press, 1997.

Per il ruolo del framing nella selezione dell'equilibrio si veda M. AOKI, (nt. 14), cap. 9; M. AOKI, *Endogenizing Institutions and Institutional Change*, in 3 *J. of Institutional Econ.*, 2007, 1-39 e più ancora M. BACHARACH, *Beyond Individual Choice, Teams and Frames in Game Theory*, ed. by N. GOLD, R. SUGDEN, Princeton N.J., Princeton University Press, 2006.

of shared beliefs about a salient way in which the game is repeatedly played»¹⁶.

La formazione del sistema di credenze o aspettative reciproche è la chiave di questa nozione di istituzione. Un'istituzione è una regola di comportamento alla quale si conformano i partecipanti a un certo dominio di interazione (ad esempio il dominio della *corporate governance*), e quindi si riflette nella regolarità delle loro scelte, ed è propriamente intesa come un insieme di azioni reciprocamente ottime le une contro le altre, tali da non poter essere modificate unilateralmente. Il punto essenziale è che ciò avviene attraverso la mediazione della *rappresentazione mentale* del gioco (e cioè come ci aspettiamo che esso venga giocato). Data la rappresentazione sommaria del gioco, del suo *frame* e come esso è stato giocato nei passaggi precedenti, e date le aspettative e le credenze circa le azioni che verranno da ciascuno intraprese, un'istituzione è lo stato del gioco in cui ciascuno risponde a quella rappresentazione mentale e a quelle aspettative proprio con la sua azione facente parte di quella regolarità di comportamento come rappresentata dal medesimo sistema di aspettative. Cosicché ci troviamo in equilibrio: rispondendo alle aspettative riproduciamo la stessa regolarità di comportamento e quindi confermiamo lo stesso sistema di aspettative.

L'equilibrio tra le scelte individuali e la corrispondenza tra aspettative e regolarità di condotta risulta da un processo ricorsivo (vedi fig. 1): dal riconoscimento di un *pattern* (schema) di gioco (la rappresentazione mentale della *game form*) discendono credenze simili su come giocare il gioco stesso, che implicano tentativi di azioni mutuamente adatte le une alle altre. Tale reciproco adattamento può tuttavia essere incompleto e richiedere varie correzioni delle aspettative e nuovi tentativi di scelta strategica, la cui rappresentazione mentale induce l'ulteriore correzione via tentativi di azioni ulteriormente convergenti, fino a che la rappresentazione mentale della regolarità induce la propria replica nei comportamenti effettivi. A questo punto le aspettative reciproche, che contengono una descrizione riassuntiva di come il gioco viene giocato coincidono esattamente con la regolarità di comportamento adottata dai giocatori. Le scelte costituiscono una risposta alla rappresentazione offerta dal sistema di aspettative che replica esattamente quelle scelte. Un equilibrio è raggiunto, la regola e le credenze che la implicano hanno la stabilità e l'effettività richieste per poter parlare di un'istituzione¹⁷.

La definizione di istituzione come equilibrio ha forza *esplicativa*: essa garantisce proprietà di stabilità, effettività, emergenza, endogenia degli incentivi per conformarsi ad una regola. Una regolarità di condotta può essere *spiegata* come un'istituzione facendo riferimento alla sua proprietà di equilibrio e alla dinamica di selezione che l'ha generata. Un'istituzione così definita può essere osservata come un *comportamento regolare* nel tempo. Essa ha anche una limitata forza *prescrittiva*, nel senso che quando la regolarità in equilibrio viene raggiunta, è razionale aderirvi. Si tratta di una debole razionalità *ex post*: una volta che il percor-

¹⁶ M. AOKI, (nt. 14), 11.

¹⁷ Cfr. M. AOKI, (nt. 14), 11.

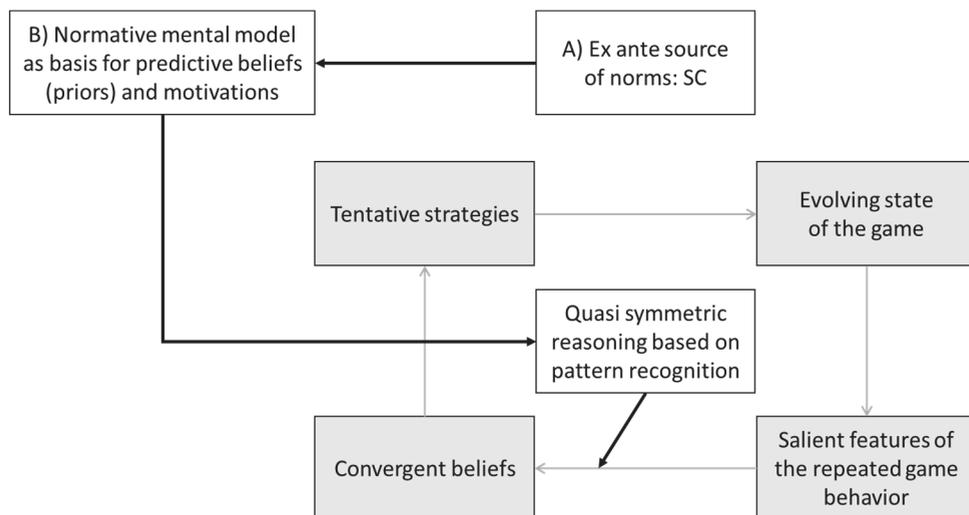
so di selezione ci ha portato in uno stato di equilibrio, una deviazione unilaterale (fintanto che gli altri si conformano) contraddirebbe il calcolo della risposta ottima individuale. Ma questo vale una volta che siamo in equilibrio (razionalità di stare in equilibrio) e nulla ha a che fare con le ragioni per scegliere un certo percorso di selezione dell'equilibrio o le ragioni per adottare per la prima volta la strategia componente un equilibrio che non si è ancora insediato (o non si è insediato in misura sufficiente). Una spiegazione più completa, in grado di comprendere il cambiamento istituzionale e l'adattamento a shock esogeni, richiede perciò di dar conto delle condizioni iniziali del processo di selezione dell'equilibrio – e cioè di ricorrere al *game frame* (al modello mentale del gioco) che orienta le credenze e le aspettative iniziali, grazie alle quali il processo viene messo su un certo sentiero, lungo il quale una certa istituzione viene “istituita”.

3.3. *Contratto sociale e identificazione delle condizioni iniziali di selezione.*

Si può pensare che le condizioni iniziali siano puramente casuali. L'unica prescrittività sarebbe allora *ex post*. L'idea che propongo è invece che un'istituzione abbia un contenuto normativo la cui *normatività ex ante* precede la razionalità dell'equilibrio e orienta *a priori* il sentiero di selezione (prima che l'equilibrio eserciti la sua limitata prescrittività). Un'etica pubblica o un'ideologia che ispira riforme giuridiche, la condivisione di una concezione della giustizia sociale, la scelta collettiva nella fase *de jure condendo* dei principi giuridici generali che indirizzano e modificano i comportamenti di soggetti privati o di organizzazioni pubbliche, vanno tutti bene allo scopo di esemplificare questo punto. Che consiste nell'idea di un modello mentale normativo, influente su credenze e preferenze circa la natura o le caratteristiche salienti del gioco, in grado di suggerire come dovrebbe essere giocato un gioco con quel *frame*, o stabilire almeno le condizioni iniziali del processo di selezione, plasmando le preferenze e le credenze e assegnando la probabilità iniziali delle scelte di equilibrio dei giocatori.

Non un meccanismo cumulativo bensì un riorientamento *gestaltico* (con le dovute differenze, qui *pattern*, “forma” percettiva o *gestalt*, oppure *frame* sono tutti termini imparentati con l'idea di uno schema / modello mentale che “estrae” la struttura base comune o la configurazione essenziale di varie situazioni) che può essere attivato dall'azione collettiva, e in cui emerge un accordo sulla rilevanza prescrittiva di una norma. È il “modello mentale” condiviso di una norma, che “viene ugualmente in mente” a molti agenti di un dato dominio; che riscuote un esteso consenso in quanto prescinde da contingenze speciali e da incrostazioni di potere precedenti, e in cui riscontriamo i tratti del “contratto sociale” e dell'idea di accordo “dietro il velo di ignoranza” (con riferimento alla letteratura sui modelli alternativi di spiegazione delle norme, si potrebbe dire che il contratto sociale è la prima mossa di un processo che porta a norme come “convenzioni”¹⁸).

¹⁸ Si vedano D. LEWIS, *Convention. A Philosophical Study*, Cambridge Mass., Harvard Universi-



La figura modificata 1 del modello ricorsivo di Aoki presenta perciò il contratto sociale come base del *frame* condiviso che si attiva nella mente di molteplici agenti e, per ciascun gioco affrontato, ne indirizza il sentiero di selezione a partire dalla condivisione di un *pattern* di riconoscimento del gioco¹⁹.

Quando il modello mentale è quello di una “norma basata sul contratto sociale”, essa è largamente condivisa o aspira ad esserlo, e vi sono quindi le condizioni, al-

ty Press, 1969; A. SCHOTTER, *The Economic Theory of Social Institutions*, Cambridge, Cambridge University Press, 1981; B. SKYRMS, *Evolution of the Social Contract*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996; R. SUGDEN, *The Economics of Rights, Cooperation and Welfare*, London, Blackwell, 1986; R. SUGDEN, *Conventions*, in *The Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, ed. by P. NEWMAN, London, Macmillan, 1998; H.P. YOUNG, *Individual strategy and social structure, an evolutionary theory of social institutions*, Princeton, Princeton University Press, 1998.

¹⁹ Cfr. L. SACCONI, *A Rawlsian View of CSR and the Game Theory of its Implementation (Part I): The Multi-Stakeholder Model of Corporate Governance*, in *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, ed. by L. SACCONI, M. BLAIR, R.E. FREEMAN, A. VERCELLI, London, Palgrave Macmillan, 2011, 157-193; L. SACCONI, *Ethics, Economic Organisation and the Social Contract*, in *Handbook of Economic Organization: Integrating Economic and Organization Theory*, ed. by A. GRANDORI, Cheltenham UK, Edward Elgar Publishing, 2013, 112-136. Per uno sviluppo più avanzato: V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI, *Institutions, Frames, and Social Contract Reasoning*, *Econometrica Working Papers*, No. 71, 2019.

L’idea di usare il contratto sociale come dispositivo cognitivo per la selezione dell’equilibrio è fortemente indebitata con Binmore, anche se in seguito egli ne ha enfatizzato l’interpretazione evolutivista: cfr. K. BINMORE, *Game Theory and the Social Contract*, in *Game Equilibrium Models II, Methods, Morals, Markets*, ed. by R. SELTEN, Berlin, Springer Verlag, 1991; K. BINMORE, *Social Contract I: Harsanyi and Rawls*, in 99 *The Economic J.*, 1989; K. BINMORE *Natural Justice*, Oxford, Oxford University Press, 2005.

meno *de jure condendo*, per una norma giuridica. La scelta collettiva, nel corso della quale il *frame* condiviso viene alla mente, ne consente l'entrata nell'ordinamento e ne rinforza la capacità di influire sulle aspettative. Una norma giuridica di per sé non è ancora un'istituzione – vi sono leggi “manifesto” che non divengono mai istituzioni nel senso dell'effettività – ma il suo modello mentale condiviso costituisce il punto di avvio del processo ricorsivo che conduce alla nascita di una istituzione “selezionata dalla norma”. La funzione di *trigger* del processo di selezione può essere riconosciuta alla norma giuridica oggetto di diritto *in fieri*, che poi permane come nucleo normativo corrispondente alla regolarità di comportamento istituzionalizzata. In tal modo si attraversa il confine tra prescrittivo e positivo, ma non c'è “fallacia naturalistica”. La normatività ha una funzione «positiva» poiché contribuisce alla spiegazione: dà ragioni per privilegiare certe rispetto ad altre condizioni iniziali (credenze) della dinamica ricorsiva di selezione. Cosicché il ruolo della norma è indirizzare il processo di *equilibrium selection*.

Non c'è ragione, giunti a questo punto, di supporre che il contenuto prescrittivo che orienta la selezione sia in prevalenza la *massima efficienza* o la massimizzazione del *valore aggregato della ricchezza*. L'accettazione *ex ante* tipicamente rinvia alla nozione di contratto sociale (accordo iniziale indipendente da molteplici contingenze, imparziale, accettabile perché invariante rispetto alla permutazione del punto di vista), e quindi piuttosto ad una nozione di equità e di imparzialità. L'accordo su una nozione di equità permette però di introdurre la preferenza collettiva per una qualche distribuzione che tipicamente eccede la mera efficienza paretiana (la quale può essere molto diseguale nella ripartizione dei vantaggi dell'accordo, mentre la soluzione equa potrebbe prima di tutto focalizzarsi su distruzioni egualitarie e solo in un secondo momento cercare la più efficiente tra queste).

Così un criterio/modello di equità può spiegare il cambiamento istituzionale. Un “riorientamento gestaltico” basato su una nozione di equa distribuzione consente di “saltare” da un sentiero di equilibrio all'altro. Certi equilibri istituzionali non sono raggiungibili se si parte da altri equilibri istituzionali, sebbene meno efficienti e più ingiusti, solo attraverso un processo di adattamento molecolare all'interno del *game frame* dato. Se tuttavia per qualche ragione il modello mentale del gioco si affievolisce o confonde, cosicché ne può subentrare uno nuovo, il cambiamento è possibile. Una delle modalità in cui ciò può accadere è la scelta collettiva basata su modelli mentali condivisi. Il cambiamento istituzionale consiste allora nella selezione di un percorso di equilibrio alternativo, mediante un accordo, o l'adozione congiunta di un “modello mentale” che coordini il passaggio da un sentiero ad un altro. L'idea di “contratto sociale” – in quanto è una visione simmetrica del gioco tra i giocatori e l'idea che la soluzione sia quella che chiunque accetterebbe simmetricamente – e cioè un accordo iniziale imparziale tra le parti su principi – è il *trigger* (innesco) più adatto per imboccare una dinamica che ci può poi portare a nuove istituzioni stabili²⁰.

²⁰ Cfr. V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI, (nt. 19).

Non si può abbandonare questo punto senza chiarire che una siffatta visione in cui l'equità è un selettore dell'equilibrio istituzionale – almeno fin tanto che la discutiamo non per il pregio morale, ma per la sua funzionalità – ammette ovviamente differenti resoconti dell'accordo iniziale. Diverse istituzioni dipenderanno da diversi *game frame* secondo diverse versioni dell'idea di equità. La versione di egualitarismo liberale o di “giustizia come equità” secondo Rawls è una tradizione particolarmente indicata allo scopo, ed è quella che si avvicina maggiormente alle esigenze di spiegazione e di giustificazione dei fatti normativi che discutiamo in questo saggio²¹. In altri termini, sosteniamo che l'idea di contratto sociale nella tradizione rawlsiana è il modo migliore di spiegare perché emerga una istituzione come l'impresa socialmente responsabile.

Tuttavia, esistono anche resoconti alternativi dell'accordo fondamentale o concezioni alternative di ciò che è equo, che pure potrebbero essere candidate allo scopo, e che darebbero spiegazione dei fatti in esame piuttosto compatibili col persistere di modelli istituzionali alternativi dell'impresa rispetto al modello dell'impresa socialmente responsabile, come da me concepito. Si pensi a una definizione libertaria dell'equità, nella quale ogni esito basato sullo scambio volontario che sia rispettoso della distribuzione iniziale dei diritti di proprietà sarebbe giustificato, e può quindi essere utilizzato come “cornice” in grado di restringere l'insieme di esiti accettabili entro cui possono poi operare diverse dinamiche di selezione dell'equilibrio (una visione riconducibile a Nozick piuttosto che a Rawls²²). Questa visione dà un peso ai diritti di proprietà che non si trova nella “giustizia come equità” (in cui essi soggiacciono piuttosto al secondo principio, cioè al principio di differenza o *maximin* di Rawls). Inoltre, l'arbitrarietà di questo approccio – che in buona sostanza coincide con il motto “a ciascuno il suo” – è evidente in quanto esso è vuoto a meno di non avere un'idea giustificata della distribuzione iniziale della proprietà (e cioè da cosa dipende per chiunque che qualcosa possa essere giudicato “suo”). Qual è la distribuzione iniziale giustificata della proprietà? Non dovrebbe discendere da una qualche nozione di equità, proporzionalità o eguaglianza precedente? Tuttavia, nel nostro contesto in cui le concezioni dell'equità operano positivamente e esplicitamente come selettori di equilibri istituzionali, il problema può essere superficialmente accantonato, se esistono meccanismi cognitivi che possano rendere “ovvia” una certa distribuzione iniziale della proprietà e farla apparire naturale o “focale”. A tale scopo sovviene il meccanismo cognitivo studiato

²¹ Cfr. J. RAWLS, *A theory of justice*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 1971; J. RAWLS, *Justice as fairness: A restatement*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 2001.

Per l'impiego del velo di ignoranza come *equilibrium selection device*, si veda K. BINMORE, *Natural Justice*, (nt. 19). Questa idea è sviluppata con riferimento alla selezione di forme alternative di *governance* in L. SACCONI, *A Rawlsian view of CSR and the game theory of its implementation (Part II): Fairness and equilibrium*, in *Corporate social responsibility and corporate governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, (nt. 19).

²² Cfr. R. NOZICK, *Anarchy, State and Utopia*, New York, Basic Book, 1974.

dagli economisti comportamentali detto di “ancoraggio allo *status quo*”, cioè il meccanismo mentale o *frame* che fa apparire “focale”, addirittura ovvia, oppure unica, una certa distribuzione della proprietà semplicemente per il fatto che essa è lo *status quo*, ovvero la situazione *corrente* o *pre-esistente* della distribuzione²³.

Filosoficamente qui è evidente che si compie la “fallacia naturalistica”: qualcosa risulta giustificato solo perché è lo *status quo*, ovvero lo stato di fatto, senza mostrare quale sia il criterio di valore che giustifichi tale stato di fatto, e se ne deriva la conclusione che il gioco debba essere giocato compatibilmente con questa delimitazione degli esiti ammissibili. Tuttavia, in una prospettiva meramente esplicativa, siamo interessati a spiegare come una visione di equità libertaria possa essere utilizzata per influenzare il processo della selezione dell’equilibrio, la spiegazione suddetta è sufficiente. Una visione normativa libertaria dell’accordo fondamentale può essere basata su un modello mentale che assolutizzi lo *status quo* dell’allocazione dei diritti di proprietà come necessaria premessa di ogni ulteriore sviluppo verso l’equilibrio istituzionale, una sorta di “ancoraggio alla distribuzione esistente” della proprietà, che esercita forza di attrazione o focalizzazione delle aspettative. Paradossalmente, anche una visione evoluzionista, che professi che l’accordo sull’assetto esistente è giustificato in quanto le “cose sono sempre state così” è la base possibile di un modello mentale basato sull’accordo – ove l’accordo è garantito dall’ancoraggio allo stato di fatto evolutosi nel tempo.

In effetti, sembra difficile pensare che da questi *frame* possa discendere una spiegazione del cambiamento istituzionale. Possono tuttavia rappresentare la base di un modello che ostacola il cambiamento o che favorisce il ritorno ad un equilibrio istituzionale precedente dopo che uno *shock* esterno lo abbia destabilizzato. Insomma, i “modelli mentali condivisi” basati su nozioni dell’equità sono molteplici e sono tutti compatibili con l’idea di “selettore degli equilibri istituzionali” proposta nelle pagine precedenti.

3.4. Game frame dell’accordo imparziale e preferenze di conformità.

Benché le versioni dell’equità e i modelli mentali da esse generati siano molteplici, non sono tutte altrettanto buone né normativamente, né esplicitamente. In effetti, l’idea di contratto sociale è stata fin qui proposta come la base di un modello mentale inteso come fenomeno cognitivo, che dà una forma particolare al gioco, data la quale induce un orientamento normativo circa la sua soluzione e quindi la salienza normativa di differenti strategie di equilibrio da giocare. Ma dire orientamento normativo significa dare “ragioni per agire” e prescegliere un certo modo di giocare il gioco. Per questo abbiamo detto che il modello mentale di una norma basata sul contratto sociale influisce sulle preferenze e tali preferenze

²³ Cfr. A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in *185 Science*, 1974, 1124; *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, ed. by T. GILOVICH, D. GRIFFIN, D. KAHNEMAN, Cambridge, Cambridge University Press, 2002.

ridefiniscono l'insieme degli equilibri, ed eventualmente ne selezionano un sotto-insieme. Ciò, tuttavia, non vale in generale. Conduce piuttosto alla concezione rawlsiana del contratto sociale, secondo la quale l'accordo imparziale "dietro al velo di ignoranza" può attivare un sistema di aspettative e un cambiamento di preferenze coerente con l'osservanza di equi termini di accordo.

Le scoperte recenti dell'economia comportamentale e sperimentale – ecco perché se ne può parlare nell'ambito di una "nuova" analisi *economica* del diritto – ci dicono infatti che una deliberazione imparziale (accordo) su un criterio di equità genera credenze reciproche di conformità, e al contempo attiva in maniera endogena (e cioè non con incentivi o sanzioni imposte all'esterno), preferenze favorevoli alla conformità ai principi concordati. Anche in questo caso funziona il meccanismo ricorsivo, secondo cui un modello mentale genera aspettative che favoriscono la convergenza delle scelte all'equilibrio. Ma in questo caso la formazione delle credenze sul tipo di gioco che viene giocato è complementare alla *formazione di preferenze*, che si attivano tra i giocatori partecipanti all'accordo. In sostanza, l'accordo dietro velo *induce (attiva)* sia credenze che *preferenze*. Tali preferenze esprimono un fattore motivazionale che spinge in direzione del conformarsi all'accordo, posto che ve ne sia l'aspettativa generalizzata. Date le aspettative e tale fattore motivazionale, la conformità all'accordo viene selezionata come risposta ottima alla conformità attesa altrui. Alla fine, le risultanti istituzioni (ad esempio di *corporate governance*) sono regole di comportamento cui le parti si attengono perché pensano che gli altri facciano lo stesso. Ma questo adattamento presuppone una *componente normativa* – l'aver compiuto una scelta dietro al velo di ignoranza, che evidentemente riconosciamo esser *equa* o quella *giustificata* che chiunque farebbe in tale situazione. Posto che riteniamo di agire in una situazione di azione comune, ciò genera una ragione per agire e un'intenzione di agire in modo coerente con l'accordo. Al contempo, essa attiva la credenza che gli altri si attengano ai principi concordati e che chiunque si aspetti tale conformità. La conseguenza è l'effettiva conformità, anche in contrasto con le previsioni della microeconomia neoclassica e della teoria dei giochi classica.

La base filosofica di questi risultati è l'idea di "senso di giustizia" di Rawls, con la quale egli rende conto della stabilità dei principi di giustizia dopo che essi siano stati scelti attraverso la procedura del contratto sociale. Una volta che le istituzioni giuste siano state scelte dietro il velo di ignoranza, se esiste conoscenza condivisa che gli altri individui stiano facendo la loro parte, allora emerge un atteggiamento di reciprocità, cioè si attiva un "senso di giustizia" che spinge a fare la propria parte e che stabilizza le istituzioni, anche se conformarsi non corrisponde agli incentivi materiali²⁴.

A partire da questa intuizione, la funzione di utilità che rappresenta il sistema di preferenze (ragioni per agire) degli agenti viene rimodellata. Si assume che la strut-

²⁴ Cfr. J. RAWLS, *A theory of justice*, (nt. 21), 491; J. RAWLS, *Political Liberalism*, New York, Columbia University Press, 1993, 82-86, 141-142.

tura del gioco permetta ai partecipanti, prima di svolgere il gioco non cooperativo vero e proprio da cui dipendono i loro *payoff*, di partecipare a una sessione di comunicazione cosiddetta *cheap talk*, in cui si possono stringere accordi ma questi non sono vincolanti e mancano meccanismi che possano farli valere. In tale situazione di comunicazione i giocatori restano ignoranti circa le rispettive identità, e possono perciò scambiarsi di posto rispetto alle identità che detengono nel gioco effettivo (velo di ignoranza). Le funzioni di utilità (che rappresentano tutte le ragioni per agire dei giocatori – e quindi sia le preferenze materiali, sia le preferenze ideali o ragioni per agire basate sull'equità o sulla coerenza con un accordo imparziale sottoscritto) vengono ridefinite psicologiche. Ciò significa che le utilità derivate da preferenze materiali auto interessate dell'agente possono essere controbilanciate da utilità esprimenti un fattore motivazionale positivo associato alla scelta di conformarsi all'accordo, che si attiva però solo quando il giocatore si aspetta che nessuno, né tanto meno lui stesso, devii dalla massima coerenza con i termini del criterio di equità, data la sua aspettativa di ciò che fanno gli altri. Ciò porta a ridefinire l'equilibrio di Nash come *psicologico*, cioè un insieme di risposte reciprocamente ottime in termini utilità psicologica, derivante dal conformarsi a una regola cui anche gli altri si conformano. È evidente che le due forze (preferenze materiali e preferenze di conformità) possono spingere in direzioni opposte, e in tal modo esiti che nel gioco classico non potrebbero soddisfare la proprietà di equilibrio, ora possono farlo²⁵.

Sorprendentemente, però, è anche vero che l'insieme degli equilibri, per effetto del parametro di conformità nelle funzioni di utilità, può drasticamente ridursi a un suo sottoinsieme. In un gioco ripetuto come il *trust game* (gioco della fiducia, assai appropriato per rappresentare le relazioni fiduciarie tra chi governa l'impresa e i suoi *stakeholder*), per via dell'utilità psicologica della decisione di minimizzare la deviazione dall'accordo, e quindi la soddisfazione di prevenire il comportamento abusivo, molti equilibri di Nash vengono eliminati²⁶.

²⁵ Per i giochi psicologici si vedano J. GEANAKOPOLOS, D. PEARCE, E. STACCHETTI, *Psychological Games and Sequential Rationality*, in 1 *Games and Economic Behavior*, 1989, 60-79; M. RABIN, *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, in 83(5) *American Econ. Rev.*, 1993, 1281-1302 e la presentazione in S. HARGERAVES-HEAP, Y. VAROUFAKIS, *Game Theory*, cap. 7, London, Routledge, 1995.

Per il gioco psicologico con preferenze di conformità si vedano G. GRIMALDA, L. SACCONI, *The Constitution of the Not-for-Profit Organisation: Reciprocal Conformity to Morality*, in 16(3) *Constitutional Political Economy*, 2005, 249-276; L. SACCONI, G. GRIMALDA, *Ideals, Conformism and Reciprocity: A Model of Individual Choice with Conformist Motivations, and an Application to the Not-for-Profit Case*, in *Handbook of Happiness in Economics*, ed. by P.L. PORTA, L. BRUNI, Cheltenham, Edward Elgar, 2007; L. SACCONI, M. FAILLO, *Conformity, Reciprocity and the Sense of Justice. How Social Contract-based Preferences and Beliefs Explain Norm Compliance: The Experimental Evidence*, in 21(2) *Constitutional Political Economy*, 2010, 171-201; L. SACCONI, M. FAILLO, S. OTTONE, *Contractarian Compliance and the Sense of Justice: A Behavioral Conformity Model and Its Experimental Support*, in 33(1) *Analyse und Kritik*, 2011, 273-310.

²⁶ Cfr. L. SACCONI, *A Rawlsian View of CSR and the Game Theory of its Implementation (Part*

Infine, la teoria ha ricevuto rilevante conferma in giochi sperimentali, in cui i soggetti hanno la possibilità di premettere all'effettiva partecipazione a un gioco non cooperativo semplice una sessione in cui poter raggiungere un accordo in base a criteri di equità distributiva dietro velo d'ignoranza. Gli esperimenti non solo confermano l'effetto del velo, cioè da una prospettiva imparziale vengono scelti criteri egualitari, ma a maggior ragione mostrano che quando i giocatori intrattengono l'aspettativa della conformità reciproca, essi si conformano all'accordo siglato, anche se i payoff materiali non giustificerebbero tale scelta, il che conferma che l'accordo attiva preferenze alternative che assegnano peso positivo alla conformità. Al contempo, e questo è piuttosto stupefacente, gli esperimenti mostrano che l'aspettativa reciproca di conformità non solo è pressoché unanime tra coloro che si conformano, ma che essa è in generale largamente prevalente tra chi fa accordi dietro al velo sul principio di giustizia²⁷.

Ciò conferma l'idea che l'accordo imparziale, o contratto sociale, operi come attivatore di un *game frame*, in base al quale ci rappresentiamo il gioco come una situazione di azione comune, in cui *di default* è immediato inferire che si debba rispettare il *commitment* assunto con l'accordo, e ovvio aspettarsi che chiunque faccia altrettanto. Tale modello mentale ha evidentemente un contenuto normativo, cioè offre ragioni per agire basate sul senso di obbligazione derivante dall'aver accettato un accordo equo. Ma il modello mentale di un "agente che rispetta i suoi impegni" opera anche come predittore del comportamento altrui, almeno di *default* (e cioè fino a prova contraria), e quindi in prevalenza foggia le aspettative nel senso di prevedere la conformità.

4. *La ratio della sustainable corporate governance: l'interpretazione "tolemaica" e quella "copernicana".*

Per non dare nulla di scontato, prenderò ora in esame due possibili interpretazioni del cambiamento in corso a livello europeo in materia di *sustainable corpo-*

III): *Conformism and Equilibrium Selection*, in *Social Capital, Corporate Social Responsibility, Economic Behavior and Performance*, ed. by L. SACCONI, G. DEGLI ANTONI, Basingstoke, UK Palgrave Macmillan, 2011, 42-79. Per una dimostrazione completa in un contesto più ampio vedi V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI *Compliance with socially responsible norms of behavior: reputation vs. conformity*, *EconomEtica Working paper*. No. 73, 2019/8/1 e V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI, *Ex Post Stability of Constitutions: an Endogenous Explanation*, 2015/12/15, *SIDE-ISLE 2015-11TH ANNUAL CONFERENCE*, mimeo.

²⁷ I risultati sperimentali cui si fa riferimento sono in L. SACCONI, M. FAILLO, (nt. 25); L. SACCONI, M. FAILLO, S. OTTONE, (nt. 25); M. FAILLO, L. SACCONI, S. OTTONE, *The social contract in the laboratory. An experimental analysis of self-enforcing impartial agreements*, in 163 *Public Choice*, 2015, 225-246; G. DEGLI ANTONI, M. FAILLO, P. FRANCÉS-GÓMEZ, L. SACCONI, *Liberal egalitarian justice in the distribution of a common output. Experimental evidence and implications for effective institution design*, in *J. of Institutional Econ.*, 1/2022, 1-18.

rate governance, entrambe a prima vista compatibili col metodo suddetto. La sezione 2 di questo saggio anticipa già l'interpretazione qui preferita, ma essa in ultima istanza deve emergere dall'applicazione del nostro metodo al problema in esame. Prenderemo quindi in considerazione la possibilità che tale cambiamento sia un adattamento del sistema giuridico alla necessità di stabilizzare il modello di *corporate governance* prevalente (scosso da *shock* esogeni). Oppure, in alternativa, che si tratti di un passaggio nel processo di emersione di una nuova norma sociale, caratterizzata dall'idea di impresa socialmente responsabile e sostenibile. un'idea che tende a incanalare, con la forza di un *frame* collettivo, recepito dalla legge, il processo di istituzionalizzazione di un nuovo modello di *corporate governance*.

Nel primo caso si potrebbe trattare di norme che creano meccanismi reputazionali, che offrono ragioni strumentali e indirette per soddisfare criteri di sostenibilità, senza cambiare l'obiettivo dell'impresa inteso come massimizzazione dello *shareholder value* (il dogma centrale del modello egemone, anche se non unico su scala continentale – vi sono le rilevanti eccezioni della codeterminazione tedesca e delle forme partecipative scandinave e olandese). Si tratterebbe, cioè, di prevenire effetti reputazionali negativi e favorire benefici reputazionali derivanti dalle relazioni di cooperazione con diversi *stakeholder*, i quali hanno effetti sul valore finanziario a lungo termine dell'impresa. Il cui unico interesse rilevante resterebbe, tuttavia, quello degli *shareholder* inteso come lo scopo che guida (e deve guidare) in ultima istanza l'impresa. Per dimostrare questa tesi bisognerebbe ovviamente dimostrare che tutti i comportamenti socialmente responsabili, richiesti dalle norme di *sustainable CG* alle imprese, siano riconducibili ad una sofisticata forma di massimizzazione del valore per gli azionisti.

Nel secondo caso staremmo invece osservando il rafforzarsi di una norma sociale di impresa socialmente responsabile, poiché persegue esplicitamente un bilanciamento equo di interessi di molteplici *stakeholder* e dà poteri di verifica e controllo agli stessi *stakeholder*. Tale norma, dopo la sua lenta diffusione, come modello mentale condiviso secondo il concetto di *contratto sociale tra molteplici stakeholder*, avrebbe ora cominciato a plasmare le norme giuridiche europee, un passaggio cruciale per indurre un processo di convergenza verso un nuovo equilibrio istituzionale nella *corporate governance* (ricordiamoci che una legge non fa un'istituzione ma costituisce l'innesco – il *trigger* – del processo di convergenza all'equilibrio). È bene rammentare il nostro scopo: non è qui in questione che il modello dello *shareholder value* sia stato negli ultimi decenni, nonostante le opinioni dissenzianti, culturalmente egemone nell'interpretare lo scopo dell'impresa²⁸ e abbia plasmato va-

²⁸ Ad esemplificazione della tesi egemone v. M. JENSEN, E. FAMA: *Separation of Ownership and Control*, in 26 *J. of Law and Econ.*, 1983, 301-325. M. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in 3(4) *J. of Financial Econ.*, 1976, 305-360; M. C. JENSEN, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, in 14(3) *J. of Applied Corporate Finance*, 2001, 8-21; A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in 62(5) *The American Econ. Rev.*, 1972, 777-795.

rie riforme del diritto societario (ad esempio la c.d. “riforma Draghi” del 2003 in Italia²⁹). Quello che è in questione è che le novità normative europee possano agevolmente essere ricondotte a questo modello, che cioè esso ne possa rappresentare la *ratio*, oppure siano tali da generare anomalie non riducibili al modello, cosicché la dottrina del “massimo valore per gli azionisti” non possa più essere concepita come il criterio secondo il quale ci si aspetta che le imprese legittimamente si comportino. Nel primo caso bisognerebbe poter dimostrare che le pratiche prescritte dalle norme sulla rendicontazione non finanziaria, direttamente riguardante gli interessi di altri *stakeholder* oltre gli azionisti, oppure la *due diligence* in materia di diritti umani e di politiche per l’ambiente in realtà siano un modo di massimizzare il valore per gli azionisti. Insomma ridurre queste norme e queste pratiche a strategie di massimizzazione dello *shareholder value*.

Per enfatizzare la contrapposizione suddetta suggerisco l’analogia con il contrasto, prima del processo a Galileo Galilei, tra due programmi di ricerca, uno in completa stagnazione – il modello geocentrico tolemaico, l’altro in rapida ascesa – il modello eliocentrico copernicano. All’epoca, entrambi i modelli avrebbero potuto essere concepiti come esempi di metodo ipotetico deduttivo in fisica. Entrambi avevano una congettura centrale, protetta come “nucleo metafisico” – da un lato la centralità della terra, dall’altra l’ipotesi platonica che le stelle dovessero essere tenute come sistema di riferimento fisso e che i movimenti degli astri dovessero avere forma circolare regolare da cui discendeva la tesi eliocentrica. Entrambi avevano un’euristica positiva, circa come sviluppare teorie speciali con cui spiegare vari fatti all’epoca noti, nonché un’euristica negativa di ipotesi ausiliari sulle condizioni iniziali causali, sotto le quali tali teorie permettevano di dedurre con un certo grado di accuratezza i fatti osservabili con gli strumenti del tempo, ma che potevano essere abbandonate in caso la predizione fallisse³⁰.

Nessuno dei due programmi era corroborato dall’osservazione di fatti da uno anticipati mentre l’altro non li prevedeva o sapeva spiegare (non almeno prima dell’epoca di Newton), ed entrambi in un modo o nell’altro erano in accordo con i

H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in 89 *Georgetown L. J.*, 2000, 439-468; J.R. MACEY, *Corporate Governance*, Princeton, Princeton University Press, 2010.

Tra le tesi dissenzienti cfr. M. AOKI, *The co-operative game theory of the firm*, Oxford, Oxford University Press, 1984; M. AOKI, *Corporations in evolving diversity: Cognition, governance, and institutions*, Oxford, Oxford University Press, 2010; M.M. BLAIR, L.A. STOUT, (nt. 9); L.A. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First harms Investors, Corporations, and the Public*, Oakland, Berrett-Koehler Publishers, 2012; R.E. FREEMAN, *Strategic management: A stakeholder approach*, Boston, Pitman, 1984; R.E. FREEMAN, J.S. HARRISON, A.C. WICKS, B. L. PARMAR, S. DE COLLE, *Stakeholder theory: The state of the art*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010; T. DONALDSON, T.L. PRESTON, *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, in 20(1) *Academy of Management Rev.*, 199565-91.

²⁹ D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della l. 3 ottobre 2001, n. 366.

³⁰ I. LAKATOS, *Why did Copernicus research programme superseded Ptolemy’s*, in I. LAKATOS, *The Methodology of research programmers*, Cambridge, Cambridge University Press, 1978.

fatti noti. Il punto è che il modello tolemaico richiedeva numerosi calcoli geometrici basati su teorie fisiche aggiuntive – la teoria degli *equanti* e degli *epicicli* – che postulavano movimenti solo semicircolari e spesso non uniformi dei pianeti e del sole. Il cui unico scopo era accordare il nucleo metafisico con fatti recalcitranti, cioè un insieme di ipotesi *ad hoc* finalizzate ad accordare l'ipotesi della centralità della terra con il fatto che il sole e i pianeti fossero osservati in posizioni che, a prima vista, parevano impossibili se viste dal centro del sistema planetario. Al contrario, le evidenze all'epoca note sulle posizioni dei pianeti seguivano dalla teoria centrale di Copernico, senza richiedere leggi *ad hoc* per accordarsi con l'evidenza nei vari casi particolari. E in aggiunta la teoria consentiva di predire – anche solo teoricamente – “fatti nuovi” (benché all'epoca non si possedessero osservazioni in grado di confermare le predizioni). Non era dunque una lotta tra pura metafisica contro mero empirismo. Ma la competizione tra un programma di ricerca entrato in fase di stagnazione o regresso, impegnato ormai solo a “salvare i fenomeni”, per evitare che molteplici contro-esempi colpissero il nucleo metafisico, e dall'altra parte un programma di ricerca progressivo, che riusciva a dedurre linearmente i fatti noti dall'ipotesi eliocentrica e permetteva ulteriori previsioni³¹.

4.1. *Il modello tolemaico: la difficile deduzione della corporate sustainability dal primato dello shareholder.*

L'applicazione della teoria degli effetti di reputazione in giochi ripetuti è un buon candidato per illustrare le intricate ipotesi e complesse linee di deduzione di una spiegazione “tolemaica” dei comportamenti socialmente responsabili dell'impresa, grazie alle quali si può dimostrare che per massimizzare la soddisfazione dell'auto-interesse dell'azionista (proprietario) bisogna fare a prima vista tutt'altro che massimizzare l'auto-interesse dell'azionista. Secondo questa spiegazione le norme in corso di approvazione a livello europeo sarebbero volte a rendere effettiva un'interazione strategica tra impresa e *stakeholder*, in cui sia in gioco la reputazione dell'impresa per il rispetto di principi di sostenibilità. L'idea base è che l'impresa non ha un interesse intrinseco al rispetto di tali impegni, ma nel lungo periodo ha un interesse strumentale: ottenere la fiducia per avere la cooperazione degli *stakeholder*. Il che può essere più vantaggioso che sfruttare una singola opportunità di abusare della loro fiducia.

³¹ «Even if two rival programmers explain the same range of evidence, the same evidence will give more support to the one than the other depending on whether an evidence was as it was produced by the theory or explained in an *ad hoc* way», I. LAKATOS, (nt. 30), 181. In altri termini, la misura in cui le ipotesi per render conto della medesima evidenza sono aggiunte *ad hoc* oppure discendono dalla teoria stessa, determina il giudizio sulla progressività di un programma di ricerca. Questa considerazione fa il paio con l'altra, secondo cui un programma progressivo deve consentire di dedurre fatti nuovi che inizialmente non erano pianificati. Entrambi questi aspetti saranno rilevanti nella nostra discussione successiva.

4.1.1. *Il gioco della reputazione.*

Per capire come funzioni questo argomento indiretto si deve ipotizzare un gioco della fiducia (*Trust Game*) ripetuto tra un fiduciario (l'impresa), che dura molti periodi, e i fiducianti (gli *stakeholder*) che entrano in relazione con lui in ogni singola ripetizione. Nella singola ripetizione il fiduciario trae vantaggio dalla cooperazione del fiduciante, ma se questo coopera egli ha maggior beneficio dall'abusare della sua fiducia, arrecando un danno al fiduciante. Per questo, nel caso di un gioco singolo la soluzione preferita dal fiduciante è star fuori dalla relazione col fiduciario (impresa), il che annulla il profitto di entrambi. Questo risultato è l'unico equilibrio ed in strategie dominanti. Il rapporto di fiducia tra l'impresa e i suoi *stakeholder* è insostenibile nel breve periodo.

Tuttavia, nel gioco ripetuto il fiduciario (impresa) può avere convenienza a non abusare della fiducia dei suoi *stakeholder*. In effetti egli dispone di molte strategie per giocare il gioco. Ognuna di esse corrisponde all'impegno su una condotta, o un "tipo" comportamentale (il "tipo di giocatore che mantiene quell'impegno"): ad esempio abusare solo se gli altri non entrano, oppure abusare sempre, oppure qualche volta ecc. Una di queste coincide con il riprodurre il comportamento di un giocatore che non abusa mai, come se volesse veramente attenersi ai suoi impegni fiduciari. Grazie a un numero sufficientemente grande di occasioni in cui non abusa, il fiduciario è in grado di convincere i fiducianti di esser proprio quel tipo di fiduciario che rispetta l'impegno a non abusare, rispetto al quale, dopo il periodo di apprendimento iniziale, i fiducianti avrebbero fiducia sufficiente per cominciare a cooperare. In altri termini il fiduciario può farsi la reputazione di essere quel tipo che non abusa (la reputazione è la probabilità che gli altri assegnano all'ipotesi che egli sia quel tipo). Una singola defezione, tuttavia, pregiudicherebbe tale reputazione (benché ci siano reputazioni alternative che possono essere sostenute, come ad esempio di essere un fiduciario che abusa solo con una qualche intermittenza).

Si tratta ora di verificare che è nell'interesse del fiduciario continuare a cooperare, per indurre i fiducianti a permanere nella loro convinzione e quindi continuare a cooperare. È facile mostrare che, in base al confronto tra la sommatoria di utilità future della cooperazione e l'utilità immediata, derivante da un abuso, considerato il tasso di sconto secondo cui le utilità future (della cooperazione) perdono valore rispetto alle utilità immediate – se questo tasso non è troppo basso – allora continuare a cooperare offre utilità attesa più elevata di cogliere la prima occasione buona per defezionare (posto ovviamente che i fiducianti cooperino per il livello di reputazione acquisito dal fiduciario). Per quanto piccola possa essere la probabilità iniziale del tipo di fiduciario che rispetta l'impegno a non defezionare, si raggiungerà prima o dopo un livello di probabilità (reputazione) al quale i fiducianti cominceranno ad entrare, e la risposta ottima del fiduciario sarà continuare a non abusare, inducendo la continuazione del comportamento cooperativo delle controparti. In altre parole, queste condotte sono un equilibrio del gioco. Perciò

non è più vero che l'unico equilibrio sia l'abuso e la decisione di star fuori. Anche la reciproca cooperazione è un equilibrio nel gioco ripetuto³².

Ciò non significa che anche la ripetizione della decisione di abusare contro quella di “star fuori” non sia un equilibrio, così come lo sono molte altre strategie che combinano con una qualche probabilità le scelte di abusare e non abusare da parte del fiduciario, e di entrare e star fuori da parte dei fiducianti. Ad ogni modo la teoria degli effetti di reputazione mostra che esiste almeno una strategia grazie alla quale un interesse strumentale indiretto alla cooperazione altrui può sostenere a un'equa distribuzione dei benefici della cooperazione tra fiduciante e fiduciario.

Per capire in che senso si tratta di un interesse strumentale indiretto bisogna ricordare che i fiduciari, che in ogni periodo “entrano” (o si “astengono”), assegnano una probabilità a vari tipi del fiduciante; a un certo punto essi credono che il tipo del fiduciante sia con buona probabilità quello di un agente che rispetta i suoi impegni fiduciari. I fiducianti hanno razionalità limitata nel senso che non ricostruiscono il ragionamento strategico effettivo del fiduciario nel lungo periodo e prendono per buona la possibilità di tipi alternativi del fiduciario (ad es. “costante cooperazione”, “costante defezione”, “cooperazione condizionata ad un certo numero di atti cooperativi da parte degli altri”, “cooperazione casuale”, “defezione saltuaria”, ecc.). Il quale invece chiaramente non si identifica con alcun tipo. Più machiavellamente, egli compara l'effetto di avere una certa reputazione presso i fiducianti – che li porterebbe a fidarsi e cooperare da un certo punto in poi – con il vantaggio occasionale di tradire tale fiducia compromettendo la reputazione accumulata. In altre parole, il fiduciario ricostruisce la scelta razionale (utilità attesa) del fiduciante di ogni periodo per il livello di reputazione accumulato fino a quel punto, da cui conclude che questo sceglierà nel periodo corrente di fidarsi, e quindi calcola la sua risposta ottima, che per certi valori dei parametri, è mantenere tale reputazione. Perciò non è “responsabile” in quanto ha intenzione di rispettare un impegno (che caratterizza un tipo), né trae utilità (intrinseca) dal rispettare tale impegno. Piuttosto calcola se al livello corrente di reputazione gli altri partecipanti deciderebbero di dargli fiducia, e se a il tasso di sconto dei payoff futuri non è troppo basso, sceglie di sostenere tale reputazione. Qualora quel tasso fosse eccessivo, egli defezionerebbe (rivelando di non essere “quel tipo”).

³² Per questo risultato cfr. D. FUDENBERG, D. LEVINE, *Reputation and Equilibrium Selection in Games with a Patient Player*, in 57 *Econometrica*, 1989, 759-778, sui giochi di reputazione tra un giocatore di lungo periodo e molti giocatori di breve periodo vedi anche D. FUDENBERG, D. KREPSS, E. MASKIN, *Repeated Games with Long-run and Short-run Players*, in 57 *Rev. of Econ. Studies*, 1990, 555-573; D. FUDENBERG, D. LEVINE, *Maintaining Reputation when Strategies are Imperfectly Observed*, in 59 *Rev. of Econ. Studies*, 1991, 561-579; più in generale sulla teoria degli effetti di reputazione D. KREPS, R. WILSON, *Reputation and Imperfect Information*, in 27 *J. of Econ. Theory*, (1982), 257-279; D. KREPS, P. MILGROM, J. ROBERTS, R. WILSON, *Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoner's Dilemma*, in 27 *J. of Econ. Theory*, 1982, 245-252. Per un'esposizione di questa teoria cfr. L. SACCONI, *Economia, etica organizzazione*, (nt. 9); L. SACCONI, *The Social Contract of the Firm*, (nt. 8).

4.1.2. *La reputazione nel contesto dei contratti incompleti e dell'impresa.*

La domanda ora è: quali ipotesi aggiuntive dobbiamo fare perché questo solido risultato di teoria dei giochi sia effettivamente applicabile non a generici rapporti contrattuali coinvolgenti la fiducia, ma ai rapporti tra *stakeholder* e impresa, nel caso in cui l'impresa si affermi come istituzione economica efficiente in termini di costi di transazione? Ciò equivale a dire: quando le transazioni tra vari agenti (quelli che poi potrebbero essere chiamati *stakeholder*) siano caratterizzate da incompletezza contrattuale e contingenze impreviste, in cui non dimeno siano possibili investitori specifici e i comportamenti possano essere affetti da opportunismo. In questa situazione l'impresa è una forma di governo unificato delle transazioni che offre protezione a chi abbia investimenti specifici a maggior rischio, mediante la possibilità di detenere la proprietà sulle risorse fisiche dell'impresa, cosicché la relazione tra proprietario dell'impresa e altri *stakeholder* sia caratterizzata da rapporti di autorità. Questi naturalmente proteggono il proprietario dal rischio di espropriazione, ma reciprocamente danno adito al rischio di abuso di autorità (si veda la prossima sezione).

Il punto su cui concentrare l'attenzione adesso è che il meccanismo reputazionale – in cui la reputazione dipende dall'osservazione del rispetto di impegni equivalenti all'esecuzione di strategie condizionali rispetto a vari stati del mondo – è messo in seria difficoltà dal contesto caratterizzato da contrattazione incompleta e da contingenze impreviste, in presenza di investimenti specifici, cioè esattamente quello in cui dovrebbe affermarsi l'impresa come istituzione efficiente³³.

Quanto agli *investimenti specifici*, essi implicano rilevanti costi di transazione in caso di interruzione (uscita) dalla relazione tra impresa e *stakeholder*. Per applicare il modello della reputazione occorre che il costo di uscita per lo *stakeholder* non sia eccessivo in termini di investimenti specifici persi o non recuperabili, cioè l'*exit* deve essere un'opzione strategica praticabile. Alternativamente lo *stakeholder* deve poter ricorrere a un sostituto dell'"uscita" (ad esempio la "*protesta*" o *voice*, esercitata restando in relazione con o nell'impresa) che in ogni caso abbatta la reputazione dell'impresa.

Quanto all'*incompletezza contrattuale* essa è legata ai limiti della conoscenza e alle *contingenze impreviste* (o *sopravvenienze*): per abilitare il processo cumulativo di reputazione l'impresa deve annunciare impegni verificabili e gli *stakeholder* devono essere in grado di punire stando fuori ad ogni ripetizione, quando la strategia adottata non soddisfa il requisito che "ciò che doveva essere fatto è stato fatto". Ma in condizioni di incompletezza contrattuale e contingenze impreviste gli impegni contrattuali sono muti o indefiniti in relazione alle contingenze im-

³³ Questo problema è stato inizialmente affrontato in D. KREPS, *Corporate Culture and Economic Theory*, in *Perspectives on Positive Political Economy*, ed. by J. AIT, K. SHEPSLE, Cambridge, Cambridge University Press, 1990. Lo sviluppo della teoria, qui riassunta, si trova in L. SACCONI, *The social contract of the firm*, (nt. 8).

previste. Non c'è base per dire se “ciò che doveva essere fatto è stato fatto”, semplicemente perché mancano le clausole condizionali rispetto a stati del mondo che le parti non sanno prevedere, o non sanno prestabilire nel contratto. Questa è la base del ragionamento che porta alla delega di autorità ad una delle due parti mediante l'allocazione dei diritti residuali di controllo da esercitare *ex post*³⁴. A supplire alla mancanza di impegni o strategie condizionali rispetto a ciascuno stato del mondo (a causa degli eventi imprevisi), assieme all'allocazione dell'autorità, possono intervenire principi astratti e generali che stabiliscono il giusto trattamento dei vari *stakeholder* in una logica di equo bilanciamento, rispetto alla messa a rischio (violazione) dei quali sono dovute regole precauzionali di condotta. Essendo astratti e generali, i principi non richiedono una descrizione di dettaglio degli stati del mondo cui si applicano, e possono catturare semplicemente un *pattern* o una *silhouette* comune tra gli eventi previsti e quelli non previsti. Possono, cioè, catturare una proprietà astratta presente in molti stati, inclusi quelli che per altre caratteristiche risulteranno imprevisi.

Tuttavia, l'ambito di applicazione di tali principi è necessariamente vago. Uno stato del mondo imprevisibile apparterrà all'evento che costituisce un caso di applicazione di un principio solo ad un certo grado (vaghezza). La soluzione di tale problema però esiste e consiste nella misurazione della vaghezza con insiemi *fuzzy*, cioè con un grado intermedio di appartenenza degli stati imprevisibili all'insieme (evento) di applicazione del principio, espresso con i valori dell'insieme dei numeri razionali tra 0 e 1. Se poi la soglia di vaghezza è inferiore ad un certo livello convenzionale, allora tutte le parti tratteranno il caso concreto “come se” fosse un evento in cui si applicano regole precauzionali associate a un certo principio. Quello che si applica è un ragionamento *default*: se il caso rientra ad un certo grado entro il dominio di applicazione, “fino a prova contraria”, cioè “normalmente”, si applicano determinate regole precauzionali, che possono essere preannunciate. Queste permettono di offrire una base per il calcolo della reputazione. Come ogni ragionamento basato su inferenze di *default*, non c'è garanzia che la conclusione sia vera, e che una conclusione diversa sull'appartenenza dello stato al dominio cui si applica il principio non possa essere raggiunta con l'aumento dell'informazione disponibile (che per definizione era incompleta). Essa è accettata fino a prova contraria, o in quanto “normalmente”, per quel che ne sappiamo, da una certa premessa segue una certa conseguenza. La soluzione tuttavia funziona, in quanto l'adozione tra le parti di una comune soglia di vaghezza dell'appartenenza permette di attivare gli effetti di reputazione. Quando essa è soddisfatta, una certa applicazione di regole precauzionali viene interpretata come condotta coerente con l'impegno a rispettare un principio, e quindi merita il giudizio reputazionale positivo. Sebbene in presenza di contingenze imprevisibili, vincolare l'autorità con un codice di condotta, uno standard

³⁴ Sull'allocazione dell'autorità come soluzione dell'incompletezza contrattuale si veda il paragrafo 4.2 e la letteratura relativa.

o un insieme di principi fondamentali – corredati da regole di condotta preventive – riempie la falla cognitiva o la lacuna del contratto³⁵.

Vi è tuttavia un'ulteriore condizione implicita: occorre che il grado di vaghezza sia lo stesso tra le parti. Se uno avesse una distribuzione di vaghezza diversa dall'altro, l'uno potrebbe convincersi di aver mantenuto la reputazione non adottando la regola precauzionale, mentre l'altro giudica all'opposto. Ad esempio, gli shareholder potrebbero esprimere un giudizio diverso dai lavoratori a proposito di una contingenza imprevista. I secondi potrebbero rivendicare l'applicazione di una regola di compensazione in quanto dovuta da un principio di responsabilità sociale nelle contingenze impreviste *ex post*, mentre gli altri potrebbero ritenere che non sia dovuta. Inoltre, il livello soglia di vaghezza, oltre il quale la regola precauzionale non è dovuta, dovrebbe esser comune od oggetto di accordo tra le parti.

In effetti, queste condizioni sono coerenti con l'idea che la vaghezza non sia una questione di giudizio soggettivo, ma un che di oggettivo (a quale grado uno stato del mondo presenta certe proprietà) su cui è più semplice mettersi d'accordo. Inoltre, poiché in effetti l'impresa ha convenienza che il meccanismo reputazionale sia efficace, dovrebbe prendere il punto di vista dello *stakeholder* nel giudicare se il livello soglia è stato raggiunto nel caso particolare. Ma come escludere che vi sia incentivo per l'impresa a manipolare i giudizi degli *stakeholder* circa quale sia il livello soglia appropriato, oppure quale sia il grado di vaghezza che si realizza in un certo caso? Se tale manipolazione fosse accessibile per un soggetto auto-interessato, le regole di comportamento precauzionale potrebbero non essere mai attuate.

Ciò porta all'ultima condizione. Ammettiamo che il meccanismo cognitivo dei principi generali ma vaghi e delle regole precauzionali di condotta, attivate via ragionamento *default*, sia in grado di funzionare, nonostante la sua delicatezza cognitiva. Il problema che rimane è quello della molteplicità delle reputazioni possibili. Affinché il meccanismo reputazionale possa garantire un legame univoco tra scelta basata sull'auto-interesse del proprietario, o dell'investitore, ed esecuzione di regole di responsabilità sociale, occorre che *non* siano possibili reputazioni di opportunismo *sofisticato*, cioè reputazioni che permettono di attuare le regole di condotta *solo quel tanto che basta* a rendere lo *stakeholder indifferente* tra stare in relazione con l'impresa o uscire dalla relazione con essa. Queste repu-

³⁵ Sull'impiego della logica *fuzzy* per rendere conto del ruolo dei principi generali ma vaghi nel contesto dei contratti incompleti, cfr. L. SACCONI, *The social contract of the firm*, (nt. 8) e inoltre L. SACCONI, *Incomplete Contracts and Corporate Ethics: A Game Theoretical Model under Fuzzy Information*, in *Legal Orderings and Economic Institutions*, ed. by F. CAFAGGI, A. NICITA, U. PAGANO, London-New York, Routledge, 2006, 310-351.

Per i concetti base della *fuzzy set theory* vedi L.A. ZADEH, *Fuzzy Sets*, in *8 Information and Control*, 1965, 338-353; H.J. ZIMMERMAN, *Fuzzy Set Theory and Its Applications*², Dordrecht-Boston, Kluwer Academic Press, 1991. Per la logica del ragionamento *default* vedasi R. REITER, *A Logic for Default Reasoning*, in *13 Artificial Intelligence*, 1980, 81-132.

tazioni di abuso sofisticato si basano sull'idea che, se basta poco perché lo *stakeholder* diventi indifferente tra le due azioni, allora una volta soddisfatto un requisito minimo di osservanza per garantire l'indifferenza, l'impresa possa defezionare un numero di volte sufficiente ad accaparrarsi di gran parte dei benefici contesi tra le due parti, e cioè violare sostanzialmente i doveri di responsabilità sociale. Purtroppo il gioco ripetuto ha tipicamente equilibri molteplici e che si identificano con le molteplici reputazioni del fiduciario, tra cui vi sono quelle di opportunismo sofisticato (il caso più vantaggioso per l'impresa, in cui il *payoff* per lo *stakeholder* è ridotto al minimo compatibile con la sua indifferenza tra entrare e star fuori dalla relazione con l'impresa, è detto *equilibrio di Stackelberg*, cioè l'equilibrio su cui l'impresa annuncerebbe un impegno credibile se avesse il vantaggio della prima mossa). Occorre perciò assumere un qualche meccanismo di selezione tra le reputazioni possibili che escluda quelle di "opportunismo sofisticato"³⁶.

4.1.3. *Ipotesi ad hoc.*

Naturalmente non è escluso che tutte le condizioni suddette di realizzino, ma il loro avverarsi simultaneo sembra un caso speciale piuttosto improbabile. Quando però tutte queste condizioni fossero soddisfatte, in effetti non solo il comportamento, ma il sistema di *governance*, i suoi principi e norme, nonché le ragioni per agire in conformità con esse sarebbero indistinguibili da quelle che osserveremmo sotto un modello di impresa che soddisfa principi e scopi di responsabilità sociale verso gli *stakeholder* in quanto hanno un valore normativo a sé, e costituiscono la base di genuini impegni. Impegni che non sono effettivi solo in quanto, e fino a quando, sono un mezzo efficace per il perseguimento di uno scopo auto-interessato ulteriore. Tuttavia, le condizioni suddette implicano alcune ipotesi speciali:

(i) che nel modello di *governance* sia garantito un diritto di *voice* (protesta) agli *stakeholder*, in modo che possano in ogni modo punire e ridurre la reputazione in caso di abuso, anche quando l'investimento specifico e quindi il costo di uscita sia alto;

(ii) che la *governance* e la conduzione strategica dell'impresa siano basati su principi astratti e generali di equo trattamento degli *stakeholder*, e ciò implica che si riconoscono agli *stakeholder* diritti e pretese valide in termini di equo trattamento dei loro interessi, che a loro volta entrano nella definizione del *purpose* dell'impresa e definiscono i doveri degli amministratori anche se non sono rivolti

³⁶ Su questo punto cfr. D. FUDENBERG, D. LEVINE, *Reputation and Equilibrium*, (nt. 32); L. ANDREOZZI, *When Reputation is not Enough: Justifying Corporate Social Responsibility*, in *Corporate social responsibility and corporate governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, (nt. 19), 42-79. Per una prima soluzione del problema vedi L. SACCONI, *A Social Contract Account for CSR as Extended Model of Corporate Governance (Part II): Compliance, Reputation and Reciprocity*, in *75 J. of Bus. Ethics*, 2007, 77-96 e in modo più generale e fondato V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI, *Compliance*, (nt. 26).

a garantire gli interessi degli shareholder. Che l'adesione a tali principi non sia solo *cheap talk* si riconosce dal fatto che l'interessamento di uno di tali principi attiva regole di condotta la cui esecuzione è accertabile e la cui mancata attuazione è costosa per l'impresa in termini di effetti reputazionali;

(iii) che nel giudicare la soglia di vaghezza appropriata, l'impresa si ponga dal punto di vista dello *stakeholder*, cioè non approfitti della possibilità di manipolare informazione vaga per giustificare che nessuna applicazione di regole precauzionali sia dovuta. Ma questo significa *prendere un punto di vista imparziale* che va oltre la ricerca della sola massimizzazione del valore per gli azionisti;

(iv) che non vengano utilizzate strategie di abuso sofisticato, come sarebbero le strategie normalmente chiamate di *green washing*, anche quando permettono di massimizzazione del valore per gli azionisti. Poiché tali strategie sono di fatto disponibili, dire che siano escluse significa assumere che l'impresa in quanto organizzazione imponga vincoli interni o favorisca lo sviluppo di motivazioni tali da prevenire il ricorso a tali strategie o allo stesso tempo prenda accordi tali da abilitare gli *stakeholder*, ovvero favorirne l'attitudine, a sanzionare tali strategie se adottate, anche quando sanzionare sia costoso.

È abbastanza evidente, perciò, che per potere incorporare la teoria della reputazione, il programma “tolemaico” sull'impresa (quello che riduce lo scopo dell'impresa alla massimizzazione del valore per gli azionisti) deve utilizzare ulteriori teorie, in grado di assicurare che gli effetti di reputazione valgano nel contesto dell'incompletezza contrattuale. Ma ulteriormente per applicare queste teorie deve fare almeno quattro ipotesi *ad hoc* (quelle sopra elencate), che non seguono naturalmente, ma che sembrano addirittura estranee e in parte contraddittorie rispetto al nucleo del programma. Se tutto ciò è assunto, però, in che cosa questa impresa è diversa da un'entità il cui *purpose*, gli scopi e gli interessi perseguiti, i diritti e i doveri riconosciuti, gli atteggiamenti, le preferenze e le disposizioni coltivate, nonché gli *stakeholder* ai quali rende conto e che abilita a decidere, insomma il modello di governance siano quelli stessi del modello di impresa socialmente responsabile? In che misura staremmo perciò parlando di qualcosa di diverso, cioè di un'impresa che in realtà persegue il “massimo valore per gli azionisti”?

La verità è che, per estendere il modello degli effetti di reputazione al caso dei contratti incompleti e rischio di abuso di autorità, siamo costretti a introdurre tali e tanti vincoli ulteriori che l'assetto di governance dell'impresa non può più essere ridotto al solo obiettivo auto-interessato del massimo profitto del proprietario. Il riferimento allo *shareholder value* risulta del tutto superfluo per identificare l'effettivo modello normativo degli scopi e degli interessi perseguiti, nonché i valori e la cultura professati. Quelle ipotesi (*i-iv*) che risultano *ad hoc* nel contesto del modello di impresa “tolemaico” riguardano invece fatti predicabili in modo del tutto lineare dal modello “copernicano” (vedi sez. par. 4.2).

Quale sarebbe allora lo scopo del modello reputazionale di gioco iterato, che spiega l'osservanza di obblighi più estesi con i benefici privati di chi è nella posi-

zione di autorità? Lo scopo si vede *non* nella prospettiva di dedurre la sostenibilità dal modello normativo di “*shareholder value*”, *ma* in quella di una teoria dell’implementazione (attuazione). In effetti, il modello reputazionale consentirebbe di mantenere un’ipotesi di tipo “realista” o pessimista sui manager, gli amministratori e gli azionisti, e cioè che essi abbiano bisogno di incentivi puramente auto-interessati per adempiere ai doveri del modello normativo socialmente responsabile di impresa. Ma questo non sarebbe diverso da ciò che accade in ogni sistema di *governance*, in cui occorrono incentivi privati per indurre le parti di un accordo all’adempimento di un piano di azione comune. Spesso coloro che vi hanno posizioni di decisione discrezionale hanno interessi almeno in parte auto-interessati e bisogna porsi il problema di quali incentivi o motivazioni possano spingerli all’osservanza dei doveri che essi hanno assunto in base al loro ruolo. Analogamente bisognerebbe porsi i problemi dell’osservanza degli obblighi da parte degli imprenditori, amministratori e dei manager verso gli *stakeholder*. Questo però non significa che il piano di azione comune e i suoi scopi o valori (cioè l’impresa) servano al soddisfacimento degli incentivi privati. Piuttosto il contrario: gli incentivi privati possono essere utili per l’attuazione del piano di azione comune e per evitare che nel corso del tempo gli agenti chiamati all’attuazione devino dal raggiungimento degli obbiettivi.

Non è una novità che si possa distinguere il piano in cui riconosciamo che uno schema (regola) di cooperazione dal punto di vista normativo è giustificato imparzialmente, e cioè è basato su un accordo in cui saremmo imparzialmente disposti ad entrare *ex ante* grazie a proprietà di mutuo vantaggio ed equità, dal piano in cui analizziamo gli incentivi *ex post*, che sostengono l’osservanza dell’accordo stesso. Uno schema giustificato potrebbe non essere sostenuto da incentivi sufficienti, che invece potrebbero favorire uno schema non giustificato. Né si potrebbe dire che lo schema giustificato serva a soddisfare gli incentivi, ché per farlo si potrebbe più facilmente ricorrere a schemi non giustificati. La coerenza tra i due piani è un risultato che bisogna dimostrare³⁷. Questo vale anche per l’impresa, e il modello reputazionale sotto le ipotesi speciali suddette servirebbe a mostrare che vi è un modo – per quanto piuttosto elaborato – per incentivare imprenditori, amministratori e manager all’osservanza endogena della responsabilità sociale, anche per “cattive ragioni”, le uniche che conterebbero per loro qualora rispondessero solo a incentivi auto-interessati.

Questo argomento “pessimista” o semplicemente “realista”, tuttavia, richiama immediatamente la seguente considerazione. Nel modello di impresa socialmente responsabile, l’implementazione non deve necessariamente far leva sul solo auto-interesse delle parti. La sua fondazione sull’accordo imparziale tra gli *stakeholder*

³⁷ Alla soluzione di questo problema è dedicata la teoria della massimizzazione vincolata in D. GAUTHIER, (nt. 12). La teoria della reputazione e quella delle preferenze di conformità (sez. 3.3, e sez. 4.2.3) possono anch’esse esser concepite come risposta a questo problema.

induce preferenze di conformità che consentono di far conto su una più estesa idea dell'osservanza degli obblighi di responsabilità, in cui preferenze intrinseche soccorrono l'attuazione anche quando le ragioni reputazionali sembrano troppo esigue. Il costo di transazione dell'impresa socialmente responsabile (cioè il costo da pagare per incentivare i suoi *stakeholder* ad attuarlo) è minore di quello che dovremmo pagare in un mondo in cui le motivazioni fossero tutte egoistiche e ritagliate sul modello dello "*shareholder value*"³⁸.

4.2. *Il modello copernicano: l'impresa socialmente responsabile discende dall'idea di contratto sociale.*

La responsabilità sociale di impresa è un modello esteso di *corporate governance* (CG) in base al quale chi governa l'impresa (imprenditore, amministratori, manager) ha responsabilità che si estendono dalla soddisfazione dei doveri fiduciari nei confronti dei proprietari alla soddisfazione di analoghi doveri fiduciari verso gli altri *stakeholder* dell'impresa e più propriamente gli *stakeholder* in *senso stretto*, che fanno investimenti specifici nell'impresa e gli *stakeholder* in *senso largo* che subiscono gli effetti esterni delle attività dell'impresa. I doveri fiduciari di chi governa l'impresa corrispondono alla relazione fiduciaria mediante la quale gli *stakeholder* delegano a chi occupa una posizione di governo nell'impresa (o a un sottoinsieme di *stakeholder* così identificato) autorità sull'impiego di varie risorse che gli *stakeholder* stessi apportano all'impresa con i propri investimenti specifici (in primo luogo il capitale umano), ma sulla cui direzione cedono sovranità. L'accettazione (legittimazione) di tale relazione di autorità presuppone la pretesa che la delega di autorità sia in ultima istanza funzionale agli interessi degli *stakeholder* stessi – pretesa cui in effetti corrisponde la nozione di *dovere fiduciario*³⁹.

³⁸ Nei termini della metodologia di Lakatos questi sono "fatti nuovi" che è possibile predire in base al modello di impresa socialmente responsabile basato sul "nucleo teorico" del contratto sociale dell'impresa, e che hanno significative conferme sperimentali (almeno nei laboratori). Assieme all'osservazione che le ipotesi per poter incorporare il modello degli effetti reputazione nella teoria dell'impresa risultano *ad hoc* rispetto alla teoria del "massimo valore per gli azionisti", ma seguono naturalmente dalla teoria dell'impresa socialmente responsabile, ciò basta a dire che il modello che abbiamo chiamato "copernicano", secondo i criteri di Lakatos, è progressivo mentre quello che abbiamo chiamato "tolemaico" sarebbe stagnante, vedi nt. 31.

³⁹ Questa concezione dell'impresa socialmente responsabile è stata argomentata con sviluppi successivi in L. SACCONI, *CSR As A Model of Extended Corporate Governance, An Explanation Based on the Economic Theory of Social Contract, Reputation and Reciprocal Conformism*, in *Reframing Self-Regulation in European Private Law*, ed. by F. CAFAGGI, London, Kluwer Law International, 2006; L. SACCONI, *A Social Contract Account For CSR as Extended Model of Corporate Governance (Part I): Rational Bargaining and Justification*, in 68(3), *J. of Bus. Ethics*, 2006, 259-81; L. SACCONI, *A Rawlsian view of CSR*, (nt. 19). Per la nozione di autorità, v. J. RAZ, *Authority and Justification*, in 15 *Philosophy and Public Affairs*, 1985, 3-29; per una tesi opposta, v. A.M. MARCOUX, *A fiduciary argument against stakeholder theory*, in 13(1) *Bus. Ethics Quarterly*, 2003, 1-24.

Stakeholder in *sensu stretto* sono quelle categorie il cui interesse in gioco nell'impresa è potersi avvantaggiare dei propri investimenti specifici (investimenti che stabiliscono un rapporto idiosincratico con l'impresa) e delle relazioni cooperative cui essi danno un apporto. Ciò avviene mediante investimenti e relazioni cooperative, sul cui successo chi governa l'impresa prende decisioni residuali, cioè decisioni non stabilite dal contratto e su cui ha discrezionalità. *Stakeholder* in *sensu largo* sono coloro che danno una "licenza a operare" all'impresa nell'aspettativa che essa quantomeno non generi effetti esterni negativi. La responsabilità sociale estende i doveri fiduciari del governo di impresa dai proprietari all'insieme degli *stakeholder* in senso "stretto" e "largo".

Sostengo che questa nozione di *CG estesa* esprime il modello normativo di riferimento che rende conto in modo diretto e lineare di molteplici iniziative intraprese a livello europeo nel corso dell'ultimo ventennio, volte a introdurre *soft-law*, standard di qualità e di rendicontazione, sistemi di gestione e codici di condotta aventi a oggetto la responsabilità sociale di impresa e poi progressivamente l'introduzione di obblighi giuridici di rendicontazione non finanziaria (che riprendono i criteri sviluppati dagli standard), fino al tentativo di riforma dei doveri degli amministratori – art. 25 della proposta di direttiva sulla *Due diligence* – nonché il modello di riferimento della stessa proposta di direttiva che stabilisce l'obbligo delle grandi imprese di organizzarsi per prevedere, prevenire, interrompere, ridurre, compensare e render conto agli *stakeholder* dei rischi di violazioni in materia di diritti umani e di conformità con gli obiettivi generali di lotta al cambiamento climatico (in senso lato riconducibili agli SDGs) nel corso della gestione dell'impresa e nei rapporti contrattuali entro la filiera di fornitura.

La suddetta definizione implica una nozione di "interesse sociale" che rimpiazza la nozione di *shareholder primacy* con quella di creazione di massime eque quote di benessere per gli *stakeholder* in senso stretto, eliminando o minimizzando le esternalità negative sugli *stakeholder* in senso largo (in termini di effetti ambientali e climatici ma anche di esternalità sociali), in una prospettiva di sostenibilità intergenerazionale. La nozione di equità viene quindi esplicitamente invocata con lo scopo di stabilire un bilanciamento imparzialmente accettabile e giustificato tra gli interessi dei diversi *stakeholder*.

È ovvio che tale definizione implichi almeno doveri di rendicontazione agli *stakeholder*, intesa non come informazione promozionale ma come informazione volta a mettere gli *stakeholder* in condizione di prendere le proprie decisioni di cooperazione, *exit* o *voice* in relazione con l'impresa. E quando tale relazione venga stabilita, la definizione implica che siano previsti diritti di informazione e consultazione sulle scelte strategiche e di gestione, nonché per le materie che riguardano direttamente e in modo essenziale gli interessi di uno *stakeholder* diritti di partecipazione e di *voice* (espressione del dissenso) nel processo decisionale dell'impresa (governance) fino ai diritti di *co-decisione*, cioè l'obbligo del consenso dello *stakeholder* sulla particolare decisione, affinché essa possa esser attuata.

La descrizione suddetta è abbastanza ampia da potersi applicare a diverse forme societarie e a diverse tradizioni e modelli di CG, ovvero applicabile alla *corporation* con azionariato diffuso di tradizione anglosassone (che secondo alcuni studiosi americani contiene già il principio dell'equo bilanciamento imparziale tra gli *stakeholder* che partecipano alla produzione di *teams* –secondo l'idea della “gerarchia di mediazione”⁴⁰), al modello germanico, centro-nord europeo della partecipazione e cogestione, al modello giapponese di gestione managerialista⁴¹. Inoltre, può avere attuazione nelle grandi società quotate, ma anche in quelle in cui la proprietà sia di tipo familiare. Infine non esclude che la proprietà dell'impresa sia detenuta da uno *stakeholder* diverso dell'investitore finanziario e quindi si possa trattare di una cooperativa di produzione e lavoro o di consumo, che prevedano un modello di governance socialmente responsabile in modo da includere nei doveri fiduciari altri *stakeholder* (rispettivamente creditori, consumatori e comunità circostante nella cooperativa di lavoro, oppure lavoratori, creditori e la comunità circostante nella cooperativa di consumo). Insomma, la CG estesa non identifica un unico modello societario e si adatta a molti di essi, sottolineando la non esaustività dei doveri fiduciari nei confronti dei proprietari.

Ci sono naturali ragioni di efficienza a favore della nozione di impresa socialmente responsabile. Molti studi di teoria dell'impresa mostrano che forme di governo volte a garantire il bilanciamento equo tra gli *stakeholder* essenziali sarebbero più efficienti di quelle unilaterali⁴². Infatti, le governance unilaterali in un contesto di investimenti specifici multilaterali (incluso l'investimento in capitale umano specifico da parte dei lavoratori) portano con sé il rischio di abuso di autorità; quindi, assieme all'espropriazione, anche la caduta degli incentivi ad investire, e la conseguente perdita di opportunità di creazione congiunta di valore⁴³.

Ciò può essere facilmente compreso ripercorrendo l'argomento (già accennato nella sez. precedente) con cui Oliver Williamson prevede l'emergenza dell'impresa (detta “gerarchia”) in quanto forma efficiente di *governance* delle transazioni. In presenza di *i*) contratti incompleti, *ii*) investimenti specifici e *iii*) opportuni-

⁴⁰ Si veda M.M. BLAIR, L.A. STOUT, (nt. 9).

⁴¹ Cfr. M. AOKI, *Corporations in Evolving Diversity*, (nt. 28).

⁴² Si vedano: M. AOKI, *The co-operative game*, (nt. 28); P. AGHION, J. TIROLE, *Formal and Real Authority in Organizations*, in 105(1) *J. of Political Econ.*, 1997, 1-29; P. AGHION, N. BLOOM, J. VAN REENEN, *Incomplete Contracts and the Internal Organization of Firms*, in 30(1), *The J. of L., Econ. & Organization*, 2014, 37-63; M. DOBRAJSKA, S. BILLINGER, S. KARIM, *Delegation within Hierarchies: How Information Processing and Knowledge Characteristics Influence the Allocation of Formal and Real Decision Authority*, in 26(3) *Organization Science*, 2015, 687-704. A sintesi di questa letteratura si veda G. DEGLI ANTONI, M. FIA, L. SACCONI, *Specific investments, cognitive resources, and specialized nature of research production in academic institutions: Why shared governance matters for performance*, in *J. of Institutional Econ.*, 2021, 1-22.

⁴³ Cfr. L. SACCONI, *Codes of ethics as contractarian constraint on the abuse of authority within hierarchies: A perspective from the theory of the firm*, in 21(2-3), *J. of Bus. Ethics*, 1999, 189-202.

simo dei soggetti partecipanti alla transazione, è naturale prevedere che il contratto venga rinegoziato *ex post*, quando si rivelano eventi impreveduti che rendono il contratto privo di indicazioni a proposito di decisioni *ex ante* non contrattabili che *ex post* sono tuttavia essenziali per la realizzazione del valore degli investimenti specifici (il cui costo sia già stato sostenuto da una parte). In effetti la prosecuzione della relazione contrattuale può dipendere dalla presa di tali decisioni *ex ante* non contrattabili, che non sono necessariamente sotto il controllo della parte che ha fatto gli investimenti. Per via della ricontrattazione la parte che ha fatto l'investimento specifico va allora soggetta al rischio di espropriazione del valore atteso dell'investimento stesso, perché la parte che controlla *de facto* le decisioni *ex ante* non contrattabili può pretendere quota significativa di quel valore, pena non dar corso alle decisioni necessarie. La soluzione proposta dal filone principale di economia neoistituzionalista (oltre Williamson, prima Coase, poi Grossman, Hart e Moore) è perciò allocare i *diritti residuali di controllo* – e cioè l'autorità di decidere sulle variabili *ex ante* non contrattabili che hanno importanza per la realizzazione del valore degli investimenti specifici – alla parte che ha effettuato l'investimento stesso, in modo da proteggerla dalla rinegoziazione opportunistica, grazie al fatto che essa è messa in condizione di ottenere che la transazione sia effettuata ai termini preferiti, pena l'esclusione della controparte dall'accesso alle risorse fisiche dell'impresa. In effetti, tale visione fonda l'autorità sul diritto di proprietà sulle risorse fisiche (il potere di escludere la controparte da tali risorse) e la riduce alla possibilità di dettare una soluzione a sé favorevole nell'eventuale ricontrattazione, grazie a questa minaccia. Chi dispone di tali diritti ha maggior potere di contrattazione per il fatto che controlla l'opzione di uscita. In altre parole, può escludere la controparte se non accetta l'accordo ai propri termini⁴⁴.

Vari tipi di impresa sono compatibili con questo modello base. Considerando a turno ciascuna categoria di *stakeholder* responsabile unilateralmente degli investimenti specifici se ne deduce l'allocazione unilaterale dei diritti residuali di controllo a quella stessa categoria, ottenendo così l'impresa capitalistica, la cooperativa di lavoro, quella di consumo, forme di impresa non profit, in cui a nessuno è assegnato per intero il diritto di prelevare il surplus, mentre esercita il diritto di decisione residuale ecc.⁴⁵.

Purtroppo, il caso trascurato da questi modelli unilaterali, tutti magistralmente descritti da Henry Hansmann, è quello più importante in cui il surplus è frutto di

⁴⁴ O. WILLIAMSON, *Market and hierarchies*, New York, The Free Press, 1975; O. WILLIAMSON, *The economic institutions of capitalism*, New York, The Free Press, 1986; S.J GROSSMAN, O. HART, *The costs and benefit of ownership: A theory of vertical and lateral integration*, in 94(4) *J. of Political Econ.*, 1986, 691-719; O. HART, *Firms, contract and financial structure*, Oxford, Oxford University Press, 1995; O. HART, J. MOORE, *Property-rights and the Nature of the Firm*, in 98(6) *J. of Political Econ.*, 1990, 1119-1158; R. COASE, *The nature of the firm*, in 4(16) *Economica*, 1937, 386-405.

⁴⁵ H. HANSMANN, *Ownership of the firm*, in 4(2) *J. of L. Econ. and Organisation*, 1988, 263-304. H. HANSMANN, *The ownership of the enterprise*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 1996.

produzione congiunta di squadra, in cui vari *stakeholder* fanno contemporaneamente investimenti specifici tra loro complementari, in modo che le diverse risorse umane, fisiche o finanziarie divengono mutuamente essenziali o complementari. In questo contesto l'allocazione unilaterale a una categoria del diritto residuale di controllo implica l'abuso di autorità, ovvero l'appropriazione dell'intero surplus da parte di chi detiene il controllo sulle le decisioni residuali, sebbene tale surplus debba essere ascritto alla cooperazione di tutti gli *stakeholder* e ai loro investimenti specifici. Andrebbe chiarito che il concetto di abuso di autorità non identifica immediatamente un comportamento illegale, poiché il diritto residuale di controllo, se non è vincolato da ulteriori doveri verso gli *stakeholder*, permette lecitamente l'appropriazione dell'intero residuo da parte del titolare. Resta il fatto che l'abuso di autorità cancella la legittimazione della relazione di autorità nell'impresa, il quale si basa sulla protezione contro l'opportunismo in situazioni di incompletezza contrattuale, mentre l'abuso di autorità è la prosecuzione del comportamento opportunistico, di una parte contro l'altra, proprio all'interno della struttura di governance che dovrebbe prevenire l'opportunismo.

La rilevanza economica dell'abuso di autorità è che esso pregiudica l'incentivo delle parti non protette a compiere i propri investimenti specifici, e al contempo spinge la parte controllante a sovrainvestire, in virtù della possibilità di appropriarsi dell'intero surplus (facendo ricadere i costi sulla controparte). Una distribuzione iniqua, effetto di appropriazione unilaterale, è dunque la base di una perdita di efficienza, e quindi della natura di "secondo ottimo" che la teoria economica riconosce alle diverse soluzioni di governance basate sull'allocazione unilaterale dei diritti residuali di controllo⁴⁶.

Questa lettura critica, ma interna alla teoria dell'impresa neoistituzionalista, mostra chiaramente che l'idea di CSR come governance allargata estende i doveri fiduciari in modo da dare protezione agli interessi non protetti dall'allocazione unilaterale del diritto residuale controllo. E risponde alla domanda: posto che gli investimenti specifici siano molteplici, se una parte è protetta dai diritti residuali di controllo, cosa protegge gli altri *stakeholder*, che vanno comunque soggetti all'incompletezza contrattuale e quindi al rischio di comportamento opportunistico? La risposta è che tale protezione è garantita dai *doveri fiduciari estesi* all'insieme degli *stakeholder* non controllanti. In altre parole, la responsabilità sociale è il *complemento* all'allocazione unilaterale della proprietà e controllo sull'impresa, che offre agli *stakeholder* non controllanti analoghe protezioni attraverso i doveri degli amministratori e i diritti di partecipazione⁴⁷.

⁴⁶ Cfr. L. SACCONI, (nt. 43). Inoltre, L. SACCONI, (nt. 19). Per un'analisi critica similare, v. M. GELTER, *The dark side of shareholder influence: Managerial autonomy and stakeholder: Orientation in comparative corporate governance*, in 50(1) *Harvard International Law Journal*, 2009, 129-134.

⁴⁷ Sui diritti di partecipazione si veda il modello dei consigli del lavoro e della cittadinanza: cfr. L. SACCONI, F. DENOZZA, A. STABILINI, *Democratizzare l'economia, promuovere l'autonomia dei lavoratori e l'uguale cittadinanza nel governo dell'impresa: una proposta*, in 21(1) *Studi organizza-*

Il fatto stesso di garantire contro l'abuso di autorità altri *stakeholder*, oltre a quelli protetti dall'allocazione dei diritti residuali di controllo, rende ovvio che l'impresa socialmente responsabile sia almeno sotto questo profilo più efficiente della sua alternativa unilaterale, poiché garantisce incentivi all'investimento efficiente da parte di questi *stakeholder* (ad esempio nel capitale umano dei lavoratori e dei manager) mentre riduce l'incentivo al sovrainvestimento dei proprietari.

Si potrebbe domandare: è dunque questa la *ratio* dell'impresa socialmente responsabile? La risposta è *no*. Benché l'osservazione precedente consenta di prevedere un surplus maggiore in termini di valore aggregato, tuttavia non è detto che si tratti, almeno nel breve periodo, di un caso di dominanza Pareto (rispetto alle alternative identificate dalle allocazioni unilaterali) sufficiente a favorire la transizione dalle une all'altra in base al mero *mutuo vantaggio*. Per il semplice fatto che la responsabilità sociale ha un ovvio effetto distributivo. Così assieme allo spostamento verso l'alto della frontiera efficiente delle allocazioni alle parti dei frutti della cooperazione (*mutuo vantaggio*), è possibile che, per effetto dello spostamento lungo la frontiera, il detentore di diritti residuali di controllo unilaterali debba rinunciare a una parte di surplus superiore a quella che guadagna per effetto dell'incremento del valore creato. In altri termini, se il punto di partenza è una governance gerarchica, ispirata al primato dell'azionista, la maggiore efficienza non basta a garantire l'adozione di una forma di governance estesa, semplicemente perché a fronte del beneficio generale può mancare l'incentivo privato. Una torta più grande distribuita equamente può nondimeno offrire a chi ha inizialmente il controllo residuale unilaterale, e quindi se ne accaparra la gran parte, una fetta minore, almeno nel breve periodo. A lungo andare ovviamente una strategia manageriale e imprenditoriale volta a garantire il bilanciamento equo tra *stakeholder*, con effetti di reputazione positivi, può estendere a tal punto il beneficio della cooperazione da rendere mutuamente vantaggiosa una distribuzione più equa anche per chi dovrebbe cedere alcune prerogative del diritto di controllo residuale. Ma come sappiamo dalla sezione precedente, un gioco ripetuto con effetti di reputazione ha equilibri molteplici, e alcuni di questi corrispondono a reputazioni che permetterebbero una sostanziale appropriazione anche di questi ulteriori vantaggi da parte di chi può attuare strategie di abuso sofisticato (l'equilibrio di Stackelberg della sezione precedente). In sostanza, come al solito, il problema non è costituito dall'assenza di possibilità alternative, ma dalla loro quantità eccessiva, ovvero sono possibili molteplici equilibri sull'assetto istituzionale dell'impresa. E la semplice condizione di efficienza non basta a selezionare tra di essi quello che perette all'impresa socialmente responsabile di venire alla luce (cioè non ne costituisce la "*ratio*" normativa sufficiente a giustificarne l'attuazione e a spiegarne l'emergenza).

Come abbiamo suggerito nella sezione 3, ciò che decide della selezione di un

tivi, 2019, 149-178 e L. SACCONI, *Inequalities and the reasonable utopia of corporate governance democratisation: a viable proposal for Works and in-Company Citizenship Councils*, in *Rules of utopia, policies to drive us out of the crisis*, Quaderni della Fondazione Feltrinelli, 30, 2019, 55-75.

certo equilibrio istituzionale (nel nostro caso, dell'emergenza dell'impresa socialmente responsabile) è il prevalere di un modello mentale condiviso, una norma sociale, una concezione della giustizia o un'ideologia – in ultima istanza, una nozione di equità che assegna le condizioni iniziali del sentiero evolutivo o di adattamento progressivo, che ci porta da una situazione di incertezza a selezionare man a mano un certo equilibrio istituzionale tra i diversi possibili.

Scavando più a fondo, possiamo in effetti arguire che il modello normativo che offre una giustificazione soddisfacente del modello di impresa socialmente responsabile, e ne identifica la *ratio* sufficiente a spiegarne l'emergenza, è rintracciabile nell'idea di *contratto sociale dell'impresa* – e cioè l'idea intuitiva che l'impresa sia un'istituzione produttiva di tipo cooperativo, basata sull'*accordo equo* e mutuamente vantaggioso tra i suoi molteplici *stakeholder*⁴⁸⁻⁴⁹. Possiamo analizzare questa idea sotto quattro prospettive: il micro-contratto sociale dell'impresa (di ciascuna impresa presa astrattamente e separatamente); il macro-contatto costituzionale dell'impresa, che permette che i contratti post-costituzionali di ciascuna impresa abbiano la struttura di un micro contratto sociale *equo*; il contratto sociale stabilito in uno *stato di natura* visto come soluzione d'equilibrio di un gioco non cooperativo ripetuto tra gli *stakeholder*, cioè in grado di auto-sostenersi grazie alle sue proprietà di equilibrio; il contratto sociale come *meccanismo cognitivo e motivazionale* che attiva modelli mentali condivisi e preferenze di conformità in grado di provvedere in maniera endogena alla propria sostenibilità (generando equilibri psicologici)⁵⁰.

⁴⁸ La teoria del contratto sociale dell'impresa è debitrice verso M. AOKI, *The co-operative game*, (nt. 28); R.E. FREEMAN, W.M. EVAN, *Stakeholder management and the modern corporation: kanti-an capitalism*, in *Ethical theory and business*³, ed. by T. BEAUCHAMP, N. BOWIE, Englewood Cliffs NJ, Prentice Hall, 1993; M. KEELEY, *A social contract theory of organizations*, Notre Dame IN, University of Notre Dame Press, 1988; T. DONALDSON, *Corporations and morality*. Englewood Cliffs NJ, Prentice Hall, 1982; T. DONALDSON, T.W. DUNFEE, *Toward a unified conception of business ethics: Integrative social contracts theory*, in 19(2) *Academy of Management Rev.*, 1994, 252-284; P. HEUGENS, J.H. VAN OOSTERHOUT, M. KAPTEIN, *Foundations and applications for contractualist business ethics*, in 68(3) *Journal of Bus. Ethics*, 2006, 211-228.

⁴⁹ Per lo sviluppo analitico della teoria si vedano L. SACCONI, *The social contract of the firm*, (nt. 8); L. SACCONI, *A social contract account for CSR as extended model of corporate governance*, (Part I), (nt. 39); L. SACCONI, *A social contract account for CSR as extended model of corporate governance (Part II): Compliance, Reputation and Reciprocity*, (nt. 36); L. SACCONI, (2011) *A Rawlsian view of CSR and the Game Theory of its Implementation (Part II): Fairness and equilibrium*, (nt. 21).

⁵⁰ Per i vari passaggi della costruzione della teoria del contratto sociale dell'impresa, si veda M. FIA, L. SACCONI, *Justice and Corporate Governance: New Insights from Rawlsian Social Contract and Sen's Capabilities Approach*, in 160(4) *J. of Bus. Ethics*, 2019, ove si mostra non solo che una teoria della CG ispirata all'idea Rawlsiana di contratto sociale è possibile, ma che essa già esiste.

Per il dibattito piuttosto scolastico sulla "possibilità" di questa teoria si vedano S.F. MANSELL, *Capitalism, corporations and the social contract*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013; A. SINGER, *There is no Rawlsian theory of corporate governance*, in 25(1) *Bus. Ethics Quarterly*, 2015, 65-92; A. SINGER, *Justice failure: Efficiency and equality in business ethics*, in 28 *J. of Bus. Ethics*, 2016, 1-19; N. HSIEH, *The normative study of business organizations: A Rawlsian approach*, in

4.2.1. *L'idea di micro-contratto sociale dell'impresa.*

Vista a sé stante e nella dimensione micro, cioè di ciascuna singola impresa, l'impresa sostenibile è basata sull'accordo tra i suoi *stakeholder*. Il punto di partenza è una situazione ipotetica infestata dall'incompletezza contrattuale e dall'opportunismo, che espone ciascun *stakeholder* al rischio d'espropriazione dei suoi investimenti e che distrugge gli incentivi e la fiducia di ciascuno. L'uscita da questa situazione di "stato di natura" mutuamente svantaggioso avviene con un contratto sociale in due passi.

Pactum unionis: l'accordo tra tutti gli *stakeholder* di por fine all'interazione opportunistica in condizioni di incompletezza contrattuale, mediante l'unione in una associazione multi-*stakeholder* che garantisce la produzione e distribuzione equa agli *stakeholder* del massimo surplus, sopra lo *status quo* fissato dal rimborso del costo degli investimenti specifici, al netto delle minime esternalità. Alla ben nota obiezione che tale associazione multi-*stakeholder* non avrebbe un unico obiettivo, essendo obbligata a bilanciare tra interessi diversi, la risposta è semplice: il problema di bilanciamento ha una soluzione univoca coincidente con la soluzione di Nash della contrattazione tra gli *stakeholder*.⁵¹ Questa soluzione fissa le quote eque di surplus assegnate a ciascuno, e garantisce una distribuzione tanto simmetrica quanto è reso possibile da dotazioni simmetriche di strategie di contrattazione per accordarsi su piani di azione comune, a partire da uno *status quo* che garantisca che i costi degli investimenti siano sempre rimborsati, e cioè riduca il loro effetto di *lock-in*. Solo dopo questo accordo, che crea un'unione implicita, e sotto il vincolo che sia funzionale alla sua realizzazione, allora i vari *stakeholder* delegano autorità a una categoria speciale di *stakeholder*, i cui costi di governo secondo i casi siano minimi. Allora si accede al secondo passo, in cui osserviamo l'insorgenza delle tipologie di impresa come le conosciamo, caratterizzate da diversi assetti di proprietà e controllo, ma derivate dal contratto sociale.

Pactum subjectionis: questo secondo patto alloca il diritto residuale di controllo allo *stakeholder* che ha costi di governo *minimi* (ad esempio, l'investitore di capitale finanziario o di capitale umano secondo i casi) e, di conseguenza, legittima l'esercizio di autorità e di *governance* che ne deriva, tuttavia sempre facendo salva la clausola che la struttura di *governance* sia funzionale ai doveri fiduciari estesi anche verso le parti non controllanti. L'accordo fondamentale spiega perché

Normative theory and business ethics, ed. by J. SMITH, New York, Rowan and Littlefield, 2009, 93-117; S. BLANC, *Are Rawlsian considerations of corporate governance illiberal? A reply to Singer*, in 26(3) *Bus. Ethics Quarterly*, 2016, 125-143; S. BLANC, I. AL-AMOUDI, *Corporate institutions in a weakened welfare state: A Rawlsian perspective*, in 23(4) *Bus. Ethics Quarterly*, 2013, 497-525; W. NORMAN, *Rawls on markets and corporate governance*, in *Bus. Ethics Quarterly*, 25(01), 2015, 29-64.

⁵¹ Il riferimento è a J. NASH, *The Bargaining Problem*, (nt. 11); si veda inoltre J.C. HARSANYI, *Rational Behavior and Bargaining Equilibrium in Games and Social Situations*, Cambridge, Cambridge University Press, 1977.

stakeholder non controllanti accettino la relazione di autorità (e la stessa allocazione dei diritti residuali di controllo) a una parte diversa da sé, in quanto questa è strumento efficace per la sua attuazione⁵².

4.2.2. *Il contratto costituzionale dell'impresa.*

Il problema che si pone è come sia logicamente possibile un accordo di contrattazione tra *stakeholder* come il *pactum unionis*; cioè che un problema di contrattazione, sostanzialmente simmetrico, possa aver luogo a livello micro tra gli *stakeholder*, se non si assume che i partecipanti abbiano *a priori* condizioni paritarie in base a cui entrano nel contratto sociale di ciascuna impresa, portando al tavolo delle trattative uguali dotazioni di libertà, diritti di partecipazione, controllo su risorse e mezzi di produzione (detto nel linguaggio di Amartya Sen, si direbbe di *capabilities* efficaci a plasmare l'accordo sulle forme di cooperazione in ciascun impresa in modo sostanzialmente egualitario⁵³). A questo fine, bisogna introdurre l'ipotesi di un *contratto costituzionale a priori*, di livello superiore (diciamo *macro* per distinguerlo, e in quanto riguarda le condizioni del *pactum unionis* di ciascuna impresa), in cui le assegnazioni di dotazioni iniziali di libertà, risorse e diritti permettono in seguito un accordo post-costituzionale equo a livello di ciascuna impresa.

Secondo la declinazione dell'accordo costituzionale, si potranno avere alternative costituzioni dell'impresa con diverse, più o meno egalitarie, allocazioni di dotazioni iniziali di libertà, diritti di proprietà, di partecipazione e di responsabilità a vincolo dei diritti residuali di controllo. Il contratto costituzionale implica la scelta tra le diverse configurazioni e quindi tra alternativi sistemi di vincoli e opportunità, entro cui si svolgeranno i contratti post-costituzionali di ciascun tipo di impresa, cui gli *stakeholder* concorreranno. L'idea è che il contratto costituzionale poi in effetti debba permettere la partecipazione egualitaria di tutti al *pactum unionis* di ciascuna impresa, sui termini di cooperazione e sulla forma di governo⁵⁴.

A questa conclusione si giunge col seguente modello di contrattazione costituzionale. Innanzitutto, sul piano intuitivo, a tale livello ci si accorda sulla distribu-

⁵² Cfr. L. SACCONI, *A social contract account for CSR as extended model of corporate governance (Part I): Rational bargaining and justification*, (nt. 39).

⁵³ A. SEN, *Equality of what?*, in *Tanner lectures on human values*, ed. by S. MCMURRIN, Cambridge, Cambridge University Press, 1980; A. SEN, *Inequality reexamined*, Oxford, Oxford University Press, 1992; A. SEN, *On economic inequality*, Oxford, Oxford University Press, 1998. Per l'applicazione del *capability approach* alla *corporate governance* vedi M. FIA, L. SACCONI, (nt. 50).

⁵⁴ È solo il caso di ricordare che a tale proposito nell'ordinamento costituzionale italiano si possono rintracciare principi fondamentali per una costituzione dell'impresa come l'art. 3 sull'impegno a rimuovere gli ostacoli economici e sociali – cioè propriamente un impegno pre-distributivo – alla uguale partecipazione dei lavoratori alla via sociale ed economica (Cost. art. 3), l'art. 41 sull'iniziativa privata entro i limiti dell'utilità sociale (Cost. art. 41) nonché il principio della partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese (Cost. art. 46) anche se largamente non attuato.

zione iniziale di libertà, diritti, dotazioni di mezzi e responsabilità, che foggeranno in seguito le modalità di cooperazione. Perciò nessuno può ancora accampare pretese basate sul contributo dato o sul merito. La distribuzione deve perciò avvenire in base a un criterio indipendente dal contributo. Naturale candidato è la *proporzionalità al bisogno* di ciascun partecipante di poter partecipare alla scelta dell'assetto di governo dell'impresa in cui entrerà, e di potervi contribuire con dotazioni di mezzi non inferiori a quelle di altri, e di esercitarvi la libertà di poter perseguire i propri piani di vita ecc. Possiamo ragionevolmente ritenere che tali *bisogni*, a meno di condizioni di svantaggio (che giustificano bisogni relativamente maggiori), siano analoghi tra i diversi *stakeholder*.

Sul piano teorico il contratto costituzionale è anche esso identificabile con la soluzione di un problema di contrattazione di Nash. L'unica differenza, rispetto ai casi di contrattazione più semplici, è che la soluzione in questo caso deve prescegliere una costituzione che corrisponda a un sotto-gioco di contrattazione, definito dalla scelta dei vicoli costituzionali (che identificano un sottoinsieme di strategie di contrattazione per ogni agente). Il contratto costituzionale riguarda perciò la scelta tra vari sottogiochi, ciascuno definibile per un particolare insieme di vincoli. E per ciascuno dei quali è definita una soluzione univoca della contrattazione post costituzionale. Cioché la scelta costituzionale si riduce alla comparazione tra queste soluzioni post costituzionali alla luce del criterio di scelta costituzionale, cioè dei bisogni relativi.

A livello costituzionale è appropriato che la scelta della distribuzione di libertà, diritti, responsabilità, e in ultima istanza di risorse di contrattazione da spendersi nella fase post contrattuale, avvenga sotto il velo di ignoranza. Lo è dal punto di vista normativo, perché vogliamo una costituzione che tratti imparzialmente e impersonalmente gli agenti che potranno trovarsi a occupare i ruoli di diversi *stakeholder* dell'impresa, e lo è descrittivamente, perché a livello costituzionale è plausibile che noi non sappiamo quale ruolo di *stakeholder* ci capiterà di occupare in ogni situazione futura. Ciò significa che la scelta costituzionale avviene facendo ricorso alla possibilità di valutare ogni esito, occupando a turno la posizione di ogni *stakeholder*, cioè di assumere per ciascun esito il punto di vista di chiunque dei partecipanti alla contrattazione, ritenendo ugualmente probabile ogni esito e l'esito simmetrico a parti rovesciate. Sotto queste ipotesi, lo spazio degli esiti ammissibili diventa necessariamente simmetrico (sono possibili tutti gli esiti iniziali e tutte le loro traslazioni simmetriche con la stessa probabilità). Allo stesso modo, grazie alla possibilità di scambiarsi di posto rispetto all'*exit option*, e considerare ugualmente probabile tanto lo status quo iniziale, che quello a parti rovesciate, risulta simmetrico anche lo *status quo* da cui l'accordo viene negoziato.

Grazie alle proprietà della misura dei bisogni relativi (rapporto tra le variazioni marginali di utilità sulla frontiera dello spazio di contrattazione) il punto nello spazio di contrattazione ove il criterio è soddisfatto coincide in effetti con la soluzione egualitaria di Nash (massimizzazione del prodotto delle utilità al netto dello *status quo*) definita rispetto all'insieme di esiti della contrattazione risultante dal-

l'unione di tutti i sottoinsiemi, ognuno definito per il sotto gioco di contrattazione che avverrà entro i limiti di una costituzione⁵⁵.

4.2.3. *Il contratto sociale nello "stato di natura" e la sua osservanza endogena.*

Quel che resta da domandarsi è se la costituzione dell'impresa sia compatibile con la prospettiva del contratto sociale stabilito in "stato di natura", cioè in assenza di un potere precedente che lo imponga. Questo lo abbiamo semplicemente assunto nei due passi precedenti. La domanda è, perciò, se la costituzione dell'impresa emergerebbe in una situazione in cui l'accordo debba sostenersi solo in virtù della disponibilità endogena degli *stakeholder* di rispettarlo (e cioè grazie alla sua proprietà di equilibrio) in uno stato pre-istituzionale (cioè, non condizionato da modelli istituzionali precedenti), oppure richieda di esser imposta per via politica.

Teoricamente il problema si pone nel modo seguente: il gioco ripetuto tra agli *stakeholder* nel corso del tempo permette di identificare molti equilibri nei loro comportamenti reciproci, ciascuno dei quali corrisponde a un possibile assetto di *governance*, più o meno favorevole ora all'una ora all'altra parte. Per essere coerente con l'idea di contratto sociale come soluzione emergente dallo "stato di natura" la costituzione dell'impresa deve corrispondere a un equilibrio non cooperativo, emergente per via di un dispositivo di selezione dell'equilibrio. In altri termini, mentre risolviamo il problema di scelta imparziale della costituzione dobbiamo al contempo selezionare uno degli equilibri non cooperativi risultanti dall'interazione naturale ripetuta tra *stakeholder*.

L'idea rivelatrice del modello che chiamerò Binmore-Rawls (benché l'autore sia Ken Binmore) è che questo accade in quanto la scelta imparziale dietro il velo di ignoranza opera insieme come giustificazione imparziale dell'accordo e come dispositivo di *selezione univoca* dell'equilibrio. La forza di questo approccio è che la soluzione normativa, giustificata dietro il velo di ignoranza, può anche servire come un *modello mentale* che genera una dinamica di selezione dell'equilibrio, e quindi non c'è divorzio tra le due prospettive. Un'idea di equità, basata

⁵⁵ L'idea di contratto costituzionale e post costituzionale è dovuta a J. BUCHANAN, *The limits of liberty*, Chicago, The University of Chicago Press, 1975. Vedasi anche H. BROCK, *A Game theoretic account of social justice*, in *Game theory, social choice and ethics*, ed. by H. BROCK, Dordrecht, Springer, 1979. Si veda inoltre V. VAMBERG, *Organizations as Constitutional Order*, in *3 Constitutional Political Economy*, 1992, 223-255.

Questa idea è stata rielaborata in relazione alle forme di *governance* dell'impresa in L. SACCONI, *A social contract account for CSR as extended model of corporate governance (Part I): Rational Bargaining and Justification*, (nt. 39); e poi L. SACCONI, *A Rawlsian view of CSR and the game theory of its implementation (Part II): Fairness and equilibrium*, (nt. 21).

Per la distinzione tra micro e macro contratto sociale si veda T. DONALDSON, T.W. DUNFEE, *Integrative social contracts theory: A communitarian conception of economic ethics*, in *11 Econ. and Philosophy*, 1995, 85-112. Per la relazione qui proposta tra contratto sociale micro dell'impresa e contratto costituzionale cfr. M. FIA, L. SACCONI, (nt. 50).

sull'accordo, serve a selezionare uno degli equilibri possibili nell'interazione naturale ripetuta tra i giocatori che occupano le posizioni di *stakeholder*⁵⁶.

In effetti, il velo d'ignoranza permette a ogni giocatore di considerare come possibili, e ugualmente probabili, tanto gli equilibri dell'insieme originario, quanto quelli generati mediante il rimpiazzamento reciproco tra le parti. Cioché allo spazio originario, rappresentante tutte le soluzioni di equilibrio nello stato di natura, se ne aggiunge uno simmetrico in cui i ruoli dei giocatori sono scambiati. Solo un sottoinsieme di questi spazi di equilibrio è però veramente candidato ad essere il bacino entro cui selezionare la soluzione, che non potrebbe esser ritrattata dopo essere stata prescelta. La richiesta è infatti che la soluzione cada su uno degli equilibri dello spazio originario (cioè, equilibri non ipotetici ma reali), ma che al contempo sia compatibile con il velo di ignoranza, il che impone che ci si concentri sul *sottoinsieme intersezione* tra i due spazi suddetti. In altri termini, la scelta dietro il velo di ignoranza identifica, come spazio entro il quale selezionare l'equilibrio, il *sottoinsieme dello spazio originale* che appartiene anche all'insieme generato dalla traslazione simmetrica, rappresentativa di una visione impersonale e imparziale degli esiti possibili. Il sottoinsieme degli esiti che, cioè, possiamo ottenere in equilibrio nell'interazione originaria, ma al contempo possiamo anche ottenere quando scambiamo la nostra posizione con quella degli altri giocatori. Tale insieme è necessariamente simmetrico, e dentro a un insieme siffatto ogni soluzione razionale della contrattazione cade sulla soluzione egalitaria (inclusa la soluzione della contrattazione di Nash). Considerando l'intero insieme di equilibri dell'interazione naturale, essa equivale al *maximin* di Rawls⁵⁷.

Questo punto va sottolineato, in quanto l'argomento proposto esclude che il modello di impresa socialmente responsabile possa essere confuso con una visione organicistica, in cui l'impresa è frutto di un volere statale che sarebbe indipendente dall'interazione tra gli *stakeholder*, che invece la costituiscono per via di accordo. A tutti i livelli dell'argomento proposto, l'impresa è un'istituzione risultante dall'interazione e dall'accordo tra *stakeholder*. Soltanto, non si riconosce un privilegio assoluto al fatto che in un certo momento storico un modello istituzionale sia prevalente. E si suggerisce la possibilità che un equilibrio alternativo possa emergere, grazie all'affermarsi del *frame* mentale del contratto sociale, inteso come cornice entro cui confinare le alternative possibili, in modo che il modello istituzionale dell'impresa socialmente responsabile possa risultare come l'equilibrio istituzionale su cui è ovvio convergere.

⁵⁶ Cfr. K. BINMORE, *Social contract. I: Harsanyi and Rawls*, in 99 *The Econ. J.*, 1989; K. BINMORE, *Game theory*, (nt. 19); K. BINMORE, *Natural Justice*, (nt. 19).

⁵⁷ Per l'applicazione analitica di questa teoria all'ambito della scelta tra alternative istituzioni di governance dell'impresa si veda L. SACCONI, *A Rawlsian view of CSR and the game theory of its implementation (Part II): Fairness and equilibrium*, (nt. 21). e inoltre L. SACCONI, *Ethics, Economic Organisation*, (nt. 19).

Più ancora, a conferma del fatto che la tesi istituzionalista qui proposta non rinuncia al contrattualismo e all'autonomia delle parti, si osservi quanto segue: un libertario moderato – sostenitore del punto di vista secondo cui solo assetti del diritto societario che emergano come regole generali e imparziali (ipotesi 1) e che possono essere viste come ordini spontanei (ipotesi 2), cioè equilibri di Nash emergenti dall'interazione tra gli *stakeholder* dell'impresa – ma che accetti di non porsi come mero guardiano dell'ordine costituito dei diritti di proprietà esistenti – non potrebbe che convergere sull'esito ugualitario. Infatti, dall'ipotesi 1 (imparzialità) e dall'ipotesi 2 (equilibrio) discende necessariamente la selezione della *soluzione egualitaria* entro un insieme di esiti simmetrico⁵⁸. Cosicché lo stesso libertario non può che dirsi egualitario.

L'osservanza del contratto sociale dell'impresa, tuttavia, non si basa solo sulle proprietà di stabilità ereditate dall'essere un equilibrio del gioco emergente dall'interazione in “stato di natura”, ovvero dall'interazione non cooperativa tra *stakeholder*. Essa si basa invece, e almeno altrettanto, sul “senso di giustizia” e sulle preferenze di conformità che abbiamo presentato nella sezione 3.4. L'idea è che se una forma di governance si basa sull'accordo imparziale tra gli *stakeholder* essa induce *sense of justice*, cioè un atteggiamento di reciprocità verso altri partecipanti, che facciano la loro parte nel conformarsi agli stessi principi del sistema di governance concordato. Nel nostro caso, l'impresa socialmente responsabile è quella su cui l'insieme degli *stakeholder* può accordarsi, per sfuggire alla contrattazione incompleta, in base all'idea di un contratto costituzionale che assegna a ciascuno uguali dotazioni di libertà, diritti e risorse con cui negoziare il contratto sociale di ciascuna impresa.

La teoria delle preferenze di conformità riflette l'idea di complessità motivazionale degli agenti economici⁵⁹. Così in combinazione con le preferenze materiali, tradizionali per l'idea di *homo oeconomicus*, nella funzione di utilità degli agenti si considera un fattore motivazionale (che rappresenta il desiderio di conformarsi a principi concordati), che a sua volta viene pesato per l'indice di conformità attesa ai principi concordati, cioè per il grado di conformità dell'agente date le sue aspettative sugli altri, in combinazione con il grado di conformità attesa dagli altri agenti date le loro credenze sul comportamento primo. Per valori adeguati della componente motivazionale e delle probabilità che rappresentano le credenze reciproche di conformità, si generano equilibri del gioco in cui la riposta migliore alla conformità altrui è conformarsi a propria volta, anche quando vi sa-

⁵⁸ Cfr. L. SACCONI, *A Rawlsian view of CSR and the game theory of its implementation (Part II): Fairness and equilibrium*, (nt. 21).

⁵⁹ Una comparazione tra modelli di complessità motivazionale si trova in M. FAILLO, L. SACCONI, *Norm Compliance: The Contribution of Behavioral Economics Theories*, in *Games, Rationality and Behaviour, Essays in Behavioural Game Theory and Experiments*, ed. by A. INNOCENTI, P. SBRIGLIA, London, Palgrave Macmillan, 2007, 101-133.

rebbero incentivi materiali alla defezione. Inoltre, prevenire una defezione unilaterale dai principi del contratto sociale con l'*exit* dalla relazione, può avere un premio in termini di preferenze di conformità, anche se è costoso in termini di utilità materiali (poiché immunizzare l'accordo da una violazione unilaterale, stando fuori dalla relazione che richiederebbe l'adempimento dell'accordo, può avere un valore di conformità maggiore che subire in modo acquiescente la violazione)⁶⁰.

L'idea delle preferenze conformiste, frutto dell'accordo, spiega due aspetti caratteristici del processo di cambiamento istituzionale a livello europeo nel campo della *sustainable CG*. Il primo è l'importanza della scelta politica collettiva a livello del Parlamento europeo, unico organo di rappresentanza della cittadinanza europea. Il raggiungimento di un accordo sufficientemente ampio su principi di governance sostenibile svolgerebbe il ruolo di attivatore del *frame* o modello mentale condiviso, per cui ci si aspetterebbe, almeno fino a prova contraria, la conformità da parte dei soggetti attivi nel dominio della *corporate governance* (imprese, sindacati, ecc.). I processi molecolari di emergenza di nuove istituzioni di *governance* nelle pratiche effettive possono trarre grande impulso da un accordo politico sufficientemente ampio (anche se non unanime) su principi astratti e generali, a seguito dei quali si attivano di *default* modelli mentali che generano *aspettative* di conformità, le quali a loro volta possono attivare *preferenze* di conformità secondo il criterio del senso di giustizia (che, si ricordi, si attiva *dopo* l'accordo e non prima di esso).⁶¹

Il secondo aspetto è l'importanza del ruolo degli *stakeholder* e delle loro associazioni, riconosciuto (anche se ancora troppo poco) in tutti questi documenti normativi, sia quelli relativi alla rendicontazione non finanziaria, che riconosce gli *stakeholder* come destinatari delle comunicazioni, sia le norme sulla *due diligence*, che riconoscono alle associazioni di *stakeholder* un ruolo nella definizione delle procedure preventive e nella rendicontazione delle eventuali violazioni e azioni correttive o di minimizzazione. Il ruolo affidato alle associazioni di *stakeholder* riflette l'idea che esse possano premiare la conformità da parte delle imprese e punire la non conformità anche quando apparentemente non ne deriverebbero benefici materiali. Comportamenti che le preferenze di conformità spiegano

⁶⁰ Prima della sua formulazione in applicazione della teoria del *sense of justice*, la teoria delle preferenze di conformità è stata proposta come modello esplicativo dell'impresa sociale: cfr. G. GRIMALDA, L. SACCONI, *The Constitution*, (nt. 25).; inoltre L. SACCONI, G. GRIMALDA, *L'insorgenza dell'impresa sociale: il ruolo delle preferenze ideali e del conformismo*, in *Impresa Sociale*, v. 74, n. 4, 2005, 108-132. Quindi è stata applicata alla fase *ex post* della scelta nel modello del contratto sociale dell'impresa L. SACCONI, *A Social Contract Account for CSR as Extended Model of Corporate Governance (Part II), Compliance, Reputation and Reciprocity*, (nt. 36).

Per l'applicazione al caso del *trust game iterato* come modello generale delle relazioni di autorità si veda L. SACCONI, *A Rawlsian View of CSR and the Game Theory of its Implementation (Part III): Conformism and Equilibrium Selection*, (nt. 26); e infine, per un risultato veramente generale, V. CECCHINI MANARA, L. SACCONI, *Compliance*, (nt. 26).

⁶¹ Ciò vale in virtù del processo di formazione di modelli cognitivi condivisi anche in assenza dell'approvazione formale di una norma avente validità giuridica vincolante.

come perfettamente razionali (in termini di massimizzazione di funzioni di utilità opportunamente definite) e non meramente supererogatori.

5. Conclusioni.

In questo saggio abbiamo considerato le novità normative a livello europeo in materia di *sustainable corporate governance*, in particolare la riforma della direttiva sulla rendicontazione non finanziaria⁶² e la direttiva (ancora non definitiva nel momento in cui si scrive) sulla *sustainable corporate due diligence* in materia di diritti umani e coerenza con gli obiettivi contro il cambiamento climatico⁶³, viste nella propositiva dei numerosi atti dell'Unione in materia di responsabilità sociale delle imprese nel corso di oltre un ventennio. Ne abbiamo cercato la *ratio* interpretativa, che offra una qualche coerenza e intelligibilità a ciò che sta emergendo in termini di un modello di impresa; che possa valere come una spiegazione basata su una teoria di scelte collettive razionali, non necessariamente una scelta sociale coerente e univoca, e possa anche offrirne giustificazione, almeno nei limiti in cui il modello di spiegazione basata scelte razionali soddisfi premesse normative significative (questo non è scontato, una spiegazione razionale può anche consistere nel dimostrare che una norma corrisponde a un equilibrio verso cui siamo attratti, benché sub-ottimale, iniquo e socialmente indesiderabile).

A tal fine abbiamo dato una definizione di *nuova analisi economica del diritto*. Questa definizione è un contributo che avremmo potuto presentare a sé state. Ma pare appropriato presentarla in un luogo ove se ne mostra contemporaneamente la funzionalità per interpretare, spiegare e possibilmente giustificare norme esistenti e in corso di produzione (*de jure condendo*). Secondo questa definizione i concetti essenziali di analisi economica delle istituzioni giuridiche (e in generale delle istituzioni) sono quelli di *equilibrio* e di *selezione dell'equilibrio*. Prima che efficienti, le norme giuridiche devono essere "effettive", e questo richiede la proprietà di equilibrio. Secondo questa visione, un'istituzione è l'equilibrio non-cooperativo di Nash tra le scelte degli agenti partecipanti a un dato dominio di interazione strategica (gioco) che, oltre essere un vettore di risposte reciprocamente ottime, è anche basato su una rappresentazione mentale condivisa, ma sintetica, dello stato raggiunto dall'interazione, da cui discendono aspettative reciproche, reagendo alle quali gli agenti riproducono esattamente il

⁶² Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, sulla rendicontazione societaria di sostenibilità.

⁶³ European Commission, Brussels, 23 February 2022, *Proposal for a directive of the European Parliament and the Council on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*, (nt. 3).

medesimo stato di equilibrio. In questa prospettiva il diritto assolve a due compiti. Da un lato, esso è una determinante esterna (le altre essendo lo stato di natura e della tecnologia) delle *regole del gioco*, che definiscono la situazione interattiva (gioco) entro la quale un'istituzione può emergere. Per un altro verso, esso è parte della *soluzione del gioco*, e cioè svolge un ruolo nella selezione del particolare equilibrio che diverrà istituzione.

Poiché di norma gli equilibri possibili e quindi le istituzioni potenziali sono sempre molteplici, un ruolo importante lo svolgono i processi di selezione dell'equilibrio e insieme a loro i modelli mentali o i *frame* condivisi che possono mettere il processo di convergenza all'equilibrio su un certo sentiero, al termine del quale noi ci formiamo le aspettative reciproche che sostengono una certa istituzione/equilibrio. Tale modello mentale, o *frame* condiviso, non è solo una restrizione cognitiva di ciò che riteniamo possibile, ma anche una prescrizione circa come giocare il gioco, che induce a credere come ogni altro giocatore probabilmente lo giocherà, il che restringe l'insieme degli equilibri ammissibili e se siamo fortunati seleziona una soluzione univoca. Ecco perché pensiamo che il diritto possa avervi una parte essenziale. In quanto una norma giuridica rappresenta il frutto di una scelta collettiva sostenuta da un certo consenso, e possiede un contenuto normativo, essa può attivare un *frame* nella mente degli agenti e indurre la credenza che la rappresentazione mentale degli altri agenti coincida con la propria e definisca un sentiero di selezione dell'equilibrio. Nell'emergenza di un'istituzione gioca un ruolo importante il significato *normativo* della norma, che spinge a giocare in un certo modo il gioco e genera l'aspettativa che gli altri facciano lo stesso. La *normatività* (del modello mentale o *frame*) fa parte della spiegazione, ed eccede quel poco di prescrittivo che vi è sempre in ogni equilibrio, ma vale solo *ex post*, quando l'equilibrio è stato raggiunto.

Dall'idea che il fattore chiave sia un modello mentale sufficientemente ben accetto a priori, prima che particolari esiti istituzionali si siano consolidati – e che contribuisce alla loro emergenza – e dall'ipotesi che tale modello possa riflettersi in una norma giudica anche *in fieri* (*de jure condendo*) e non solo in norme sociali informali, traiamo la conclusione che il dispositivo prevalente ai fini dell'attivazione dei *frame* di cui ci occupiamo sia un'idea *del contratto sociale* – cioè tipicamente l'idea di un fondamento delle norme giuridiche. Un'idea condivisa di contratto sociale è lo schema mentale, e cioè il *pattern* secondo cui riconosciamo il gioco e che influenza la dinamica di convergenza all'equilibrio. Nella rappresentazione sommaria del gioco, esso ne estrae le caratteristiche essenziali, astratte e generali, rendendole simmetriche tra i giocatori, e tralasciando una massa di dettagli a proposito dei singoli giocatori. Così ci porta a identificare quali esiti di equilibrio potrebbero essere oggetto di un accordo imparziale e impersonale.

Benché ce ne possano esser più di una versione, abbiamo affermato che il miglior resoconto di questa idea, o comunque più adatto al nostro caso, sia quello

rawlsiano. Su questa base abbiamo dato il resoconto delle ragioni del processo di cambiamento istituzionale in corso, visto come funzionale all'emergere progressivo del modello istituzionale di impresa socialmente responsabile, cioè l'idea che chi detiene posizioni di autorità nell'impresa abbia doveri fiduciari estesi nei confronti degli *stakeholder*, oltre ai proprietari. Il fondamento di questo modello di impresa sarebbe proprio la possibilità di spiegarlo e giustificarlo in quanto consistente con l'idea di contratto sociale tra gli *stakeholder* (di cui abbiamo dato tre versioni).

Il contratto sociale tra gli *stakeholder* dell'impresa, perciò, è la *ratio* dei processi in corso e di quanto è avvenuto nei campi della *soft law* e della *hard law* nel corso di oltre un ventennio di iniziative volte ad affermare la responsabilità sociale e la sostenibilità di impresa. Si tratta certamente di una ricostruzione logica e possibilmente una giustificazione, ma non una spiegazione storica, la quale richiederebbe un esame delle posizioni politiche e delle condizioni sociali ed economiche di contesto; nella quale dovremmo certamente dare molto penso all'allarme per l'aggravarsi delle diseguaglianze di reddito e ricchezza. e del ruolo che vi hanno i modelli di capitalismo e i meccanismi distributivi primari che determinano, attraverso il mercato reale (lontano dall'ideale della concorrenza perfetta), gravi diseguaglianze, ormai impossibili da correggere attraverso il solo ruolo redistributivo dello Stato⁶⁴. Il capitalismo, senza significativi interventi pre-distributivi, sfugge alla logica del contratto sociale, generando diseguaglianze inaccettabili, che non riusciamo a correggere con gli strumenti del solo *Welfare State*. Il contratto sociale, dunque, torna a far valere le sue ragioni richiamando l'attenzione sui meccanismi di funzionamento del capitalismo e del governo di impresa. Queste considerazioni storiche, sociali e macro-economiche, che qui non abbiamo avuto modo di sviluppare, sarebbero tuttavia del tutto coerenti con la spiegazione della logica interna delle norme (*soft law* o *hard law*) a favore della responsabilità e della sostenibilità di impresa.

Ad ogni modo, non abbiamo presentato questa spiegazione in modo arbitrario e senza considerare le alternative. Abbiamo anzi considerato che possano in principio valere due spiegazioni alternative della *ratio*, compatibili con la nostra definizione di "nuova analisi economica del diritto". Per questo è stata introdotta l'analogia del contrasto tra un modello "tolemaico" e uno "copernicano", entrambi candidati a spiegare l'evidenza di un processo più che ventennale di produzione normativa volta ad affermare la responsabilità sociale di impresa. Nel modello tolemaico – che è quello della *shareholder primacy* con gli azionisti al centro – le norme di *soft law* prima e i cambiamenti normativi attuali sarebbero il modo per dimostrare l'esistenza, e far emergere, un equilibrio nel gioco ripetuto tra imprese e *stakeholder* nel quale le imprese acquisiscono la fiducia dei

⁶⁴ T. PIKETTY, *Capital, in the Twnty-first Century*, Cambridge Mass., Belknap Press, Harvard, 2014; B. MILANOVIC; *Global inequality*, Cambridge Mass., Belknap Press, Harvard, 2016; A.B. ATKINSON, *Disuguaglianza, cosa si può fare?* Milano, Raffaello Cortina, 2015.

secondi, in modo compatibile e funzionale all'obiettivo auto-interessato dei proprietari (valore per gli azionisti). Le norme prima di *soft law* ed ora di *hard law*, in materia di rendicontazione e di *due diligence*, appaiono come strategie concepite in modo da indurre la fiducia degli *stakeholder*, alla quale sarebbe razionale rispondere cooperativamente, tenendo fede agli impegni, da parte di imprese che massimizzano il profitto.

Questa interpretazione è quindi compatibile con un'idea di analisi economica del diritto in cui la proprietà base non è l'efficienza, ma l'equilibrio. La critica principale a questo argomento è che in effetti la dimostrazione di esistenza dell'equilibrio suddetto e, l'ipotesi che sia l'impresa a farlo emergere, richiede troppe assunzioni e va incontro a diverse difficoltà, poiché i vincoli aggiuntivi che queste norme devono imporre, rispetto alla linearità di una strategia dell'impresa rivolta alla massimizzazione del profitto, sembrano incompatibili con il mantenimento del modello istituzionale della mera "massimizzazione del valore per gli azionisti". Si richiede infatti che gli *stakeholder* abbiano non solo la possibilità di *exit*, ma un diritto di *voice* nella *governance*, che principi di equo trattamento siano auto-affermati come parte del *purpose*, come scopi e principi vincolanti della *governance*, che il giudizio sulle situazioni imprevedute, in cui sarebbe dovuta l'esecuzione di regola precauzionale, coincida col punto di vita dello *stakeholder* svantaggiato, cosicché non si permetta di darne una interpretazione opportunistica, e infine soprattutto si impone che sia l'impresa stessa a selezionare questa strategia d'equilibrio, contro la possibilità di adottare altre strategie più vantaggiose, come quelle di "opportunismo sofisticato". La domanda che abbiamo posto è dunque se un'impresa disposta a fare tutto questo non sarebbe interpretata più semplicemente e linearmente come soddisfacente il modello "copernicano", cioè il modello dell'impresa socialmente responsabile

Il modello copernicano viene riassunto con la formula dei *doveri fiduciari estesi*, e si è mostrato che essa discende da una nozione di contratto sociale, il modello mentale che favorisce la progressiva selezione di un nuovo equilibrio istituzionale nel dominio della CG. Nei termini della nuova *law and economics*, staremmo trattando un caso di cambiamento istituzionale. Nonostante l'equilibrio istituzionale prevalente sia un altro (ma non l'unico: vi è infatti internazionalmente molteplicità di modelli di CG), la sequenza di *shock* esterni prevalentemente legati alla crisi finanziaria del 2007/2008 e anni seguenti ha creato incertezza rispetto al *frame* che dovrebbe guidarci nella selezione dell'equilibrio istituzionale nel dominio della *corporate governance*, cioè circa quale gioco stiamo giocando e come dovrebbe essere giocato il gioco della CG.

Pare ora possibile che l'impresa debba rispondere a interessi molteplici e contribuire agli obiettivi di sviluppo sostenibile, che entrano naturalmente in bilanciamento con lo scopo di profitto. Tale visione è un selettore di equilibrio istituzionale, ma si tratta di un processo aperto. Non possiamo ancora dire nel dettaglio quali norme di *corporate sustainable governance* approvate dal Parlamento euro-

peo verranno tradotta in legge, così da dare impulso al processo che potrebbe trascinare con sé la riforma degli statuti delle imprese. Sappiano dalla teoria delle preferenze di conformità che una scelta collettiva maggioritaria, abbastanza ampia da essere rappresentativa dell'idea di contratto sociale europeo sul modello di impresa, metterebbe in moto forze che tenderebbero ad attuarla. Ma il processo è aperto e – come la stessa teoria di molteplicità e selezione degli equilibri suggerisce – non possiamo darne per scontato l'esito⁶⁵.

⁶⁵ Al momento di andare in stampa, sebbene non vi sia un testo definitivo della direttiva sulla *sustainable corporate due diligence*, pare che gli articoli sui doveri degli amministratori non facciano parte dell'accordo politico finale tripartito, benché fossero stati approvati da Commissione e Parlamento europeo. In effetti nei mesi precedenti alla proposta si era dispiegata la rabbiosa controffensiva dei rappresentati degli interessi finanziari, che avrà certamente trovato ascolto a livello dei governi nazionali. Il che attesta che sul terreno della *governance* sostenibile si confrontano diversi modelli di impresa, e che la sua versione normativamente impegnativa difficilmente può essere conciliata col paradigma dello *shareholder value*. Resta il fatto che l'obbligo di riorganizzare la *governance* in modo da dimostrare la diligenza nel rispettare preventivamente ed *ex post* i diritti umani e gli impegni di sostenibilità (non solo il valore per gli azionisti) sia stato affermato. Al contempo la prospettiva di un cambiamento possibile dei doveri di diligenza in senso multi-*stakeholder* attraverso una norma giuridica vincolante è ormai stata aperta.

Considerazioni conclusive sulle funzioni dell'informazione non finanziaria

Concluding remarks on the purposes of non-financial information

Anna Genovese, Serenella Rossi *

ABSTRACT:

La prima parte dell'intervento verte sui rapporti tra trasparenza societaria ESG e massimizzazione del valore per gli azionisti; e sui rapporti tra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria. La seconda parte si concentra sulle funzioni e sugli effetti dell'informazione non finanziaria e sul novero dei suoi destinatari, alla luce dell'evoluzione del diritto europeo in materia di *Corporate Sustainability*.

The first part of the paper focuses on the relationship between ESG corporate transparency and shareholder value maximisation and on the relationship between financial and non-financial information (and transparency). The second part focuses on the functions and effects of non-financial information and the scope of its recipients, in the light of the evolution of European corporate sustainability law.

SOMMARIO:

1. Regolamentazione della trasparenza ESG degli emittenti e canone di gestione dell'impresa azionaria. – 2. Gli effetti dell'informazione non finanziaria e la partecipazione degli *stakeholders* al perseguimento dello sviluppo sostenibile.

* Anna Genovese è professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi di Verona; e-mail: anna.genovese@univr.it; Serenella Rossi è professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università degli Studi dell'Insubria; e-mail: serenella.rossi@uninsubria.it. Il presente scritto è frutto di una riflessione comune delle autrici. Il paragrafo 1 è stato redatto da Anna Genovese; il paragrafo 2 è stato redatto da Serenella Rossi.

1. *Regolamentazione della trasparenza ESG degli emittenti e canone di gestione dell'impresa azionaria.*

Grazie al Prof. Angelici che presiede e grazie a Francesco Denozza, a Giuliana Scognamiglio e a tutti i Colleghi e Amici della Direzione della Rivista per l'invito. Sono lieta e onorata di svolgere qualche considerazione a margine della sessione di lavori del Convegno dedicata ai rapporti fra trasparenza societaria sui fattori ESG e canone gestorio di massimizzazione dello *shareholder value*.

Gli interventi della sessione hanno avuto ad oggetto la disciplina e le funzioni dell'informazione societaria sui fattori ESG. Si è parlato delle criticità, dei rischi e delle opportunità della trasparenza; sia dal punto di vista di chi può utilizzare le informazioni, sia dal punto di vista della società che deve renderle. Segnatamente, Matteo Rescigno ha tratteggiato le linee evolutive della disciplina UE dell'informazione societaria riferita alla sostenibilità e ne ha messo in luce alcune implicazioni – dirette e indirette – sui doveri degli amministratori. Lorenzo Sacconi invece ha presentato una analisi economica riferita alle politiche del diritto in materia di trasparenza e di sostenibilità dell'impresa. Le questioni affrontate, dunque, sono state molte e di diversa valenza.

Nel complesso, a mio modo di vedere, si è inteso sottoporre a verifica tre ordini di questioni evocate dal titolo del Convegno: 1) se, e in che misura, le normative in materia di informazioni non finanziarie siano coerenti con il modello che demanda alla trasparenza dell'emittente compiti di efficienza allocativa della risorsa "capitale"; oppure se tali normative abbiano finito per debordare da questo compito; 2) se, e come, la trasparenza sui fattori ESG della società orienti la gestione societaria verso obiettivi anche diversi dalla massimizzazione del valore di mercato delle azioni; 3) quale politica del diritto sia (o debba essere) sottesa alla regolazione UE della trasparenza sui fattori ESG e, più in generale, alla regolazione in materia di sostenibilità dello sviluppo economico. Anche io, nel prosieguo, farò riferimento a queste dorsali tematiche. Peraltro, sui temi trattati dal Prof. Sacconi e inerenti alle questioni *sub* 3), posso solo dire, da una parte, che mi pare essenziale che i giuristi si confrontino con gli economisti; e, dall'altra parte, che sono convinta della fondatezza delle istanze da lui poste. Di seguito, quindi, farò esclusivamente riferimento alla relazione di Matteo Rescigno e alle questioni *sub* 1) e 2) che attengono ai rapporti che intercorrono fra la trasparenza societaria ESG e la massimizzazione dello *shareholder value*; e ai rapporti che intercorrono fra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria.

Entro queste coordinate, la prima notazione che vorrei fare a margine della bella relazione di Matteo Rescigno è metodologica. Riguarda il perimetro normativo da considerare per la comprensione del significato e delle implicazioni (dirette e indirette) della trasparenza societaria sui fattori ESG delle imprese. Questo perimetro, a mio modo di vedere, non è dato solo dalle previsioni UE rilevanti (che, come evidenzia correttamente Matteo Rescigno, includono oltre alle diretti-

ve di trasparenza che si sono succedute dal 2014 al 2022, le Comunicazioni della Commissione e il regolamento Tassonomia direttamente applicabile in questo ambito), ma anche dalle previsioni di diritto societario (diritto interno) di ciascuno Stato Membro. E pertanto, in questo senso, per l'Italia, non solo le previsioni del d.lgs. n. 254/2016 di recepimento della NFRD del 2014 o, quando ci saranno, quelle della normativa di recepimento della CSRD del 2022. Anche le previsioni sulla responsabilità, civile e amministrativa, degli enti e degli amministratori e anche le previsioni di rango costituzionale sovraordinate: l'art. 41 Cost. sui limiti dell'iniziativa economica, l'art. 2 Cost. sulla solidarietà e l'art. 9 Cost. sulla tutela dell'ambiente.

La seconda notazione è di merito e consegue all'assetto di sistema delle disposizioni (nazionali ed europee) rilevanti. Sulla scorta di passaggi argomentativi che ho dettagliato in altre sedi (a cui faccio rinvio), sono giunta a ritenere che le discipline (nazionali ed europee) di trasparenza sui fattori ESG riconfigurano la portata del canone gestorio di massimizzazione dello *shareholder value*. L'impatto della riconfigurazione si riferisce essenzialmente ai benefici di utilità sociale (art. 41 Cost.) associati a tale canone. Benefici che, a mio giudizio, sono ora apprezzati dall'ordinamento solo "al netto" dei ragionevoli sforzi fatti dall'imprenditore per mitigare alcune esternalità negative, ambientali e sociali. Le esternalità in questione sono quelle individuate dalla tassonomia UE per il loro tracciamento obbligatorio (*rectius*: per il tracciamento delle iniziative di mitigazione) nella trasparenza societaria ESG (cfr. gli artt. 8 e 9 del regolamento Tassonomia).

Nel pervenire a tale conclusione, i riferimenti alla regolamentazione sulla trasparenza ESG e al regolamento Tassonomia sono conducenti per almeno due ragioni. In primo luogo, perché questa regolazione (tassonomia in via di completamento) fornisce la base giuridica per sostanziare nozioni altrimenti sfuggenti e vaghe come quelle che si riferiscono all'impresa sostenibile, alla società sostenibile ovvero ai rapporti fra esternalità e massimizzazione dello *shareholder value*. In secondo luogo, perché, quale che ne sia la portata, il ruolo del canone di massimizzazione dello *shareholder value* riferito alla gestione può avere una portata prescrittiva solo residuale. Il canone al più può colmare lacune dispositive che prima vanno verificate come tali nel diritto (nazionale e UE) di riferimento. Sono quindi portata a superare la linea di confine tracciata da Matteo Rescigno: quella, se ho ben inteso, secondo cui la trasparenza ESG può avere solo un impatto indiretto sui doveri di gestione degli amministratori e, quel che più rileva, solo a seguito del recepimento della CSRD. L'impatto, a mio parere, c'è già ora.

La riconfigurazione del canone dello *shareholder value* qui prospettata, peraltro, non interferisce con lo scopo di lucro del contratto di società (art. 2247 c.c.) con la definizione dell'interesse sociale e dei doveri degli amministratori verso i soci e i creditori (per la continuità dell'attività, per la conservazione del patrimonio sociale). In questi ambiti, il canone di condotta di massimizzazione dello *shareholder value* mantiene, dal mio punto di vista, tutta la sua pregnanza. Il

cambiamento riguarda i limiti esterni di detto canone e segnatamente la responsabilità degli amministratori e della società stessa verso i terzi. In concreto, a me pare che le regole sulla trasparenza societaria ESG accrescano la correttezza esterna esigibile dalla società, al netto della *compliance* con la legislazione (ambientale e sociale) di riferimento. Tali regole, di volta in volta, possono spostare la linea di confine fra il rischio ambientale e sociale dell'attività "tollerabile" e quello "intollerabile" in presenza di alternative tecnicamente ed economicamente praticabili. In altri termini, le regole di trasparenza societaria ESG, per le imprese azionarie interessate, sposterebbero la linea di confine fra le esternalità negative di fatto e i danni anti giuridici (risarcibili anche se non tipizzati *ex ante*).

La disciplina sulle informazioni societarie di sostenibilità, dunque, a mio modo di vedere, porta a una riconfigurazione del canone di massimizzazione dello *shareholder value*. Tuttavia, la riconfigurazione non è binaria: né il tramonto né lo Zenith del canone di massimizzazione dello *shareholder value*, quanto il suo riposizionamento relativo. Le ricadute della riconfigurazione non conducono ad abbandonare le acquisizioni conoscitive e metodologiche della *Shareholder Theory*, ma solo alcune tesi che estremizzano queste acquisizioni. Fra queste, la tesi secondo cui l'unica utilità sociale attesa, ovvero l'unica responsabilità giuridica dell'impresa azionaria, sarebbe quella di produrre profitti per gli azionisti, senza infrangere espliciti divieti di legge.

Passo a questo punto a svolgere qualche considerazione sui rapporti che intercorrono fra trasparenza (e informazione) finanziaria e non finanziaria e sul parallelismo fra informazioni finanziarie e non finanziarie. Il parallelismo è prospettato, in alcuni passaggi della relazione di Matteo Rescigno, sul presupposto che trasparenza finanziaria e trasparenza ESG tendano, in ultima analisi, al medesimo scopo di accrescere l'efficienza del mercato dei capitali.

Concordo solo in parte con tale ricostruzione. In vero, le questioni inerenti alle tecniche e alle finalità della trasparenza (e della sua regolazione), nei vari contesti, sono molte e discusse. Le finalità della trasparenza possono spaziare dalla mitigazione delle asimmetrie informative del contratto, al buon funzionamento e all'integrità del mercato finanziario. Le tecniche, di converso, sono anche esse dibattute. Il dibattito tecnico riguarda la selezione delle informazioni necessarie per la trasparenza, fra tutte quelle astrattamente pertinenti; gli *standard* della comunicazione dell'informazione, i costi giustificati e i presidi che assicurano l'attendibilità delle informazioni. L'opinabilità delle questioni è elevata anche perché l'efficacia esterna della trasparenza informativa (per i vari fini) dipende dalla possibilità e dalla propensione del destinatario delle informazioni a fare scelte economiche razionali in concreto.

La questione pertanto non è se l'adeguata trasparenza informativa sui rischi e sull'impatto ESG delle società serva (anche) a fare meglio funzionare il mercato dei capitali di rischio e di finanziamento a cui sono date le informazioni. La risposta a questa domanda, infatti, in linea di principio, sicuramente è affermativa: le

informazioni non finanziarie, in base all'utilizzazione che ne fanno gli investitori e i finanziatori, possono servire all'efficienza del mercato dei capitali quanto quelle finanziarie. A tal riguardo, anzi, mette conto sottolineare come siano radicalmente mutate le condizioni di contesto di qualche decennio addietro. Allora, differenti coordinate di inquadramento dei temi ESG inducevano a fare riferimento alle informazioni sui fattori ESG di un emittente come ad informazioni rilevanti solo per un esiguo numero di investitori (gli investitori "etici"). Con conseguenti ricadute sul regime della comunicazione o della non divulgazione di esse. Tali informazioni, in passato, erano classificate "non finanziarie" proprio in quanto non assoggettate al medesimo regime di rilevanza e di comunicazione pubblica di quelle finanziarie. Oggi contesto e regole sono cambiati radicalmente. La crisi climatica, conclamata e globale, le iniziative pubbliche per la transizione ecologica e le tendenze di mercato fanno sì che le informazioni ESG (specialmente quelle climatiche) siano diventate rilevanti per numerosi investitori (si direbbe per tutti). Per questo le informazioni "non finanziarie" sono diventate "finanziarie" e ciò è riflesso anche nella disciplina della loro trasparenza societaria.

La questione tuttavia è un'altra. L'assimilazione di disciplina fra informazioni non finanziarie e finanziarie non si può dire compiuta laddove, e fino a quando, non sarà stato stabilito che le informazioni ESG da pubblicare sono solo quelle che hanno "materialità finanziaria". Non sembra questa però la scelta fatta, al momento, dalla regolazione UE. La disciplina UE, a ben vedere, non impone alle imprese azionarie trasparenza solo sulle informazioni ESG che hanno materialità finanziaria. Stabilisce puntuali obblighi di trasparenza (per esempio: sulle emissioni di CO₂ cui si riferiscono il regolamento Tassonomia e i suoi regolamenti attuativi) che prescindono dal requisito della materialità finanziaria (o la presumono). Ulteriori previsioni recate dalla CSRD (e le previsioni UE di implementazione di essa, cioè gli ESRS in via di emanazione da parte della Commissione) prevedono la trasparenza anche per le informazioni ESG che sono materiali per gli *stakeholders* "non finanziari" della società.

Anche altre considerazioni, a mio giudizio, fanno vacillare l'inquadramento delle comunicazioni societarie sulla sostenibilità essenzialmente come misura di efficientamento degli investimenti. Come da più parti osservato, infatti, i risultati di efficienza economica a cui può portare la trasparenza societaria ESG sono alquanto modesti perché condizionati dall'orizzonte temporale medio lungo, e quindi assai incerto, di ogni stima di rischio/rendimento riferita al profilo ESG (positivo o negativo, presente o mancante) dell'attività di un emittente.

In questo senso, ritengo che la disciplina della trasparenza sulle informazioni ESG degli emittenti, sebbene suscettibile di alcune positive ricadute sull'efficienza allocativa del mercato degli investimenti e sul contrasto del *greenwashing* finanziario, non sia riconducibile a questa unica *ratio*. La disciplina, proprio laddove si riferisce alla materialità non finanziaria delle informazioni oggetto di pubblicità, e agli *stakeholders* non finanziari della società come destinatari della tra-

sparenza ESG, presuppone e si iscrive in un disegno regolatorio più ampio. Questo disegno tiene conto delle dinamiche associate alla “produzione” di informazioni ESG e del rilievo delle informazioni per il diritto nazionale in cui la trasparenza si cala e per il diritto europeo a cui si collega. Diritto europeo che, se la proposta di direttiva della Commissione del 23 febbraio 2022 sarà approvata, includerà anche una disciplina sostanziale sulla diligenza dovuta nella gestione sostenibile delle società di capitali. L’orizzonte di riferimento delle recenti misure di trasparenza ESG è dunque, secondo me, quello che, in apertura dei lavori di oggi, Francesco Denozza ha tratteggiato da par suo.

C’è perciò da verificare come, in atto e in prospettiva, le previsioni di matrice UE sulla trasparenza ESG di determinate imprese azionarie agiscano internamente all’organizzazione che le produce. Tenendo conto oltre che del diritto interno di ciascuno Stato Membro, del diritto UE che, sul punto, è in rapida evoluzione. Siamo in una fase di passaggio. Occorre che il quadro UE sia stabilizzato per appurare a quale modello UE di *sustainable corporate governance* accede la trasparenza ESG. Per appurare come e quanto i meccanismi di tracciamento e produzione di informazioni societarie funzionali alla trasparenza ESG della società diano ingresso a dinamiche di gestione influenzate dalle preferenze di sostenibilità di determinati *stakeholders* o di determinati soci (gli azionisti “responsabili”). E, nel caso, con quali implicazioni per i doveri degli amministratori verso i soci e la società ossia per i diritti di quei soci e di quegli *stakeholders* che non hanno preferenze per il modello ESG di sviluppo. Ma per la disamina critica di questi profili ricostruttivi rinvio alle considerazioni di Serenella Rossi che condivido totalmente.

2. *Gli effetti dell’informazione non finanziaria e la partecipazione degli stakeholders al perseguimento dello sviluppo sostenibile.*

Ringrazio anch’io il prof. Angelici, per aver accettato di presiedere questa sessione, il Direttore della *Rivista*, prof. Denozza, per gli ottimi spunti che ci ha fornito nell’impostare i lavori di questo convegno, i colleghi Direttori della *Rivista*, i Relatori, prof. Sacconi e prof. Rescigno, per le interessanti riflessioni introdotte in questo dibattito, la prof. Genovese per il suo prezioso contributo al coordinamento di questa sessione.

Le nostre proposte di riflessione su nuove e, per certi versi, inedite funzioni che gli obblighi di informazione sembra possano assumere in alcuni interventi normativi recenti, ed in particolare in quelli relativi agli obblighi di informazione non finanziaria (ora definita “rendicontazione di sostenibilità”), nascono da alcune peculiarità del processo di formazione di questa disciplina e dall’evoluzione dei suoi contenuti, anche alla luce delle valutazioni che la stessa Unione europea ha effettuato (e reso pubbliche) in questo “laboratorio” di normazione che, come è noto, si sta sviluppando attraverso un addensarsi di interventi normativi, ma anche di aggiustamenti e revisioni di norme di recente introduzione.

La prima direttiva dell'Unione europea sugli obblighi d'informazione non finanziaria (dir. 2014/95/UE) veniva adottata, come è noto, innanzitutto per regolare in modo formale e per uniformare l'informazione già fornita su base volontaria da alcune imprese nei cd. bilanci sociali e si fondava su una generale valutazione di utilità – per gli investitori e gli altri portatori di interessi – della conoscenza delle politiche di sostenibilità volontariamente praticate dalle imprese, cui si associava anche l'interesse degli Stati a conoscere il loro impegno sui temi sociali e ambientali per predisporre eventuali interventi pubblici di incentivo e sussidio.

Peraltro, nell'*Action Plan* del 2018 dell'UE sulla finanza sostenibile si sottolinea con forza il valore strategico della trasparenza sui temi della sostenibilità per gli obiettivi del Piano nella misura in cui «*consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese, nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità*».

Questo approccio risulta coerente con la concettualizzazione della sostenibilità che si era andata affermando dalla fine degli anni '80 in poi, basata sull'idea della strumentalità della tutela degli interessi sociali e ambientali al conseguimento del successo sostenibile, inteso, secondo la nota definizione di cui al Rapporto Brundtland, come capacità di «*soddisfare i bisogni attuali senza compromettere la possibilità di soddisfare i bisogni delle generazioni future*», quindi per un obiettivo che è nell'interesse dell'impresa e per il quale l'informazione non finanziaria rivolta al mercato degli investitori non è indifferente.

Pertanto, sebbene il traguardo della sostenibilità sia presentato come condizione capace di assicurare una contestuale soddisfazione agli interessi privati degli operatori economici e a quelli sociali e ambientali, nell'impianto concettuale generale il perseguimento degli obiettivi di bene comune è concepito essenzialmente come strumento del successo dell'impresa e come tale è affidato alla selezione effettuata dal mercato, in particolare del mercato finanziario.

Questa “finanziarizzazione” dell'impegno sociale e ambientale delle imprese, che ha portato alcuni osservatori a parlare di “neoliberalizzazione” della *Corporate Social Responsibility*, derivante dalla sua acquisizione al modello e allo stile neoliberale, in grado di rendere quelle istanze compatibili con una concezione dell'impresa incentrata sulla *shareholders primacy* e sul capitalismo degli investitori, in effetti la allontana dalla sua matrice originaria, che vede il movimento per la CSR, e le conseguenti iniziative delle imprese, nascere in una dimensione completamente diversa, in risposta alle istanze della società civile e con l'aspirazione ad inserirsi in un dialogo che ha ragioni e moventi – in senso ampio – politici (pur nei multiformi riferimenti ideologici dei movimenti che se ne sono fatti portatori).

La nozione di sostenibilità che si afferma sul finire degli anni '80 poggia invece su fondamenti diversi. Si inserisce in uno scenario culturale e ideologico completamente modificato rispetto al passato, in un progetto che ha accettato i capisaldi del pensiero neoliberale e pertanto individua nelle relazioni di mercato e nei suoi processi di selezione la tecnica ideale per assicurare la migliore allocazione delle risorse e il benessere della collettività.

Ciò non di meno, le autorità europee iniziano fin da subito a monitorare l'efficacia delle iniziative normative messe in campo e, a pochi anni di distanza dall'approvazione della direttiva sull'informazione non finanziaria, avviano una riflessione sull'efficacia delle strategie di intervento adottate, sintetizzandone il risultato in due *Impact Assessment* rispettivamente del 2020 (sulla revisione della NFRD) e del 2021 (sulla *Sustainable Corporate Governance*). Da questi esercizi emerge una valutazione in chiave critica delle misure al momento in essere finalizzate al perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Nell'*Impact Assessment* del 2020 si portano all'attenzione alcuni *deficit* di funzionalità dell'impianto normativo esistente in tema di informazione non finanziaria, individuati sia nell'incapacità delle imprese di rappresentare in modo utile il proprio impegno di sostenibilità, e degli stessi investitori di valutare adeguatamente i rischi e le opportunità collegati alle questioni sociali e ambientali, sia nell'impossibilità per le organizzazioni della società civile, per i rappresentanti dei lavoratori e per gli altri interessati, di far valere la responsabilità delle imprese per l'impatto della loro azione sulla società e sull'ambiente.

Le cause di questo insuccesso vengono individuate in "*market and regulatory failures*" e pertanto collegate ad una normativa sull'informazione non finanziaria che concede un'eccessiva discrezionalità alle imprese nella loro attività di *reporting* e un sistema di *enforcement* troppo blando, mentre le pressioni di mercato sono considerate insufficienti ad assicurare che siano fornite dalle imprese le informazioni effettivamente necessarie ai destinatari.

Nell'*Impact Assessment* del 2021, in tema di *Sustainability Corporate Governance*, si sottolinea l'incapacità delle imprese di identificare e gestire i rischi collegati al cambiamento climatico e alle questioni sociali, anche qui in ragione di "*market and regulatory failures*" derivanti da una normativa dell'Unione ancora troppo incerta e concentrata sul modello *shareholder oriented* che, come tale, non riesce a contenere la pressione degli investitori per i risultati di breve termine.

Nel documento si evidenzia un'impostazione che presenta alcuni profili di novità. All'attenzione al tema del contrasto ai rischi globali (di maggiore interesse per gli investitori) si affianca una specifica e separata attenzione per gli interessi degli *stakeholders* non finanziari dell'impresa in quanto tali. I costi per l'adeguamento alla normativa sulla sostenibilità vengono giustificati dalla loro capacità di tradursi non solo nel rafforzamento della resilienza delle imprese alle crisi sistemiche, ma anche nel vantaggio che l'intera società civile può trarre dalla transizione verso la sostenibilità.

La normativa che seguirà pare confermare un'evoluzione e una parziale trasformazione degli obiettivi dell'Unione nelle iniziative destinate a promuovere uno sviluppo sostenibile.

Nella nuova *Corporate Sustainability Reporting Directive* del 14 dicembre 2022 (considerando 9) si precisa infatti che «*se le imprese effettuano una migliore rendicontazione di sostenibilità, in ultima analisi ciò va a vantaggio dei singoli*

cittadini e dei risparmiatori, inclusi i sindacati e i rappresentanti dei lavoratori che sarebbero adeguatamente informati e quindi in grado di impegnarsi meglio nel dialogo sociale», identificando in modo esplicito due principali gruppi di destinatari della trasparenza: da un lato gli «investitori e i gestori di patrimoni che desiderano comprendere meglio i rischi e le opportunità che le questioni di sostenibilità presentano per i loro investimenti e l'impatto di tali investimenti sulle persone e sull'ambiente», dall'altro gli «attori della società civile, tra cui organizzazioni non governative e parti sociali che si aspettano che le imprese siano maggiormente responsabili del loro impatto sulle persone e sull'ambiente». A ciò si aggiungono i partners commerciali dell'impresa, i suoi clienti, i responsabili politici e le agenzie per l'ambiente, i singoli cittadini e i consumatori.

L'estensione dell'accento sull'apertura del novero dei destinatari dell'informazione di sostenibilità ai portatori di interesse e ai soggetti della società civile, unitamente al carattere fortemente prescrittivo e dettagliato dei doveri di rendicontazione come declinati dalla CSRD e già anticipati dal regolamento Tassonomia, che quasi oscura il carattere volontario delle iniziative di sostenibilità delle imprese (pur formalmente confermato, stante la limitazione delle prescrizioni ai soli adempimenti informativi), e unitamente alla contemporanea proposta di una direttiva europea sulla *Due diligence* di sostenibilità, fanno ipotizzare che l'originario approccio dell'Unione su questi temi abbia subito una significativa evoluzione.

Come giustamente segnalato da Matteo Rescigno, questa apertura sottende un'estensione delle finalità di intervento del legislatore comunitario, non più solo concentrato sui doveri e poteri delle imprese, ma anche attento all'impiego che di quell'informazione potranno fare i portatori di interesse.

Innanzitutto, pare emergere la constatazione dell'insufficienza dei meccanismi di mercato, del mercato finanziario in specie, ad indirizzare le politiche delle imprese verso gli obiettivi di sostenibilità. L'idea che il *deficit* di informazione non finanziaria (la sua incompletezza o inconferenza o la sua scarsa attendibilità) rappresenti una *market failure*, ancora contrastabile con il miglioramento della qualità dell'informazione, permane apparentemente nell'approccio della direttiva del 2022, e specie per ciò che il regolamento Tassonomia dispone con riguardo alla trasparenza sulla sostenibilità ambientale degli investimenti e delle attività. Tuttavia, la più esplicita e più volte ribadita inclusione dei portatori di interesse e degli attori della società civile, nonché dei rappresentanti delle istituzioni, nel novero dei destinatari di tale informazione, unitamente al suo oggetto complessivo e alla considerazione della leva da essa esercitata su possibili iniziative di *accountability* nei confronti delle imprese, fanno ipotizzare che il *target* delle iniziative dell'Unione si sia in qualche modo modificato, così come il modello teorico di riferimento.

Di qui innanzitutto l'impressione che le norme sull'informazione non finanziaria che gli emittenti e i partecipanti al mercato finanziario devono rendere si vedano affidare un compito ulteriore, non apertamente dichiarato, ma verosimile:

quello di esercitare una propria influenza sulle stesse condotte delle imprese. Questo dato pare confermato dalle peculiari caratteristiche di questo tipo di informazione. Non si tratta, infatti, come generalmente accade, di informazioni su dati ed elementi che il soggetto obbligato già conosce o di cui necessita per contabilizzare il suo risultato operativo, ma di informazioni che l'obbligato si deve procurare per adempiere gli obblighi imposti dalla legge. E deve farlo tramite degli esercizi che in mancanza dell'obbligo probabilmente non farebbe: si pensi alla valutazione dei rischi e delle opportunità connessi alle questioni di sostenibilità, alle modalità e ai processi con cui tali rischi sono individuati e gestiti.

Nella difficoltà di realizzare gli obiettivi di sostenibilità attraverso un sistema basato su un modello di "comando e controllo" (quindi attraverso regole prescrittive di condotta, difficili da configurare in relazione alla molteplicità delle situazioni oggettive e soggettive da considerare, al loro carattere ed effetto su scala globale, ai rischi di rigidità delle prescrizioni capaci di depotenziare azioni migliorative da parte delle stesse imprese, alla dimensione intertemporale della transizione verso il traguardo dello sviluppo sostenibile) o su un modello basato su meccanismi e incentivi di mercato, pare delinearsi una terza modalità di intervento, basata sulla capacità dei doveri di informazione di indurre condotte di responsabilità sociale da parte delle imprese, anche in relazione alla possibilità per i portatori di interesse e i terzi in genere di osservare la loro azione e il loro impegno per la sostenibilità e di adottare iniziative di pressione sui loro comportamenti, tempo per tempo, settore per settore, impresa per impresa.

I risultati di studi empirici paiono confermare l'utilità di tali obblighi informativi come incentivo all'adozione di politiche di sostenibilità. Si stima infatti che, nei paesi in cui sono in vigore obblighi di informazione non finanziaria, le politiche di sostenibilità adottate volontariamente dalle imprese siano aumentate e, in generale, si riduca l'indifferenza delle imprese per i temi legati alla CSR. Questo pare valere soprattutto per le imprese con precedente scarso impegno nella CSR, dal momento che gli obblighi di rendicontazione le espongono al confronto con i *competitors* più attivi, con il conseguente rischio di incorrere in conseguenze negative sul piano reputazionale. Segnatamente, la soggezione a regole di trasparenza sui temi ESG e la possibilità di confrontare le politiche di sostenibilità rendicontate dai diversi *peers*, possono spingere le imprese ad iniziative di imitazione delle politiche adottate da imprese più attive sul fronte della sostenibilità, allineandosi gradualmente alle aspettative dei destinatari dell'informazione circa l'impegno richiesto in tal senso.

Questo incentivo potrebbe tuttavia non bastare per gli obiettivi delle politiche di sostenibilità, come ci ha ricordato anche Lorenzo Sacconi. Da un lato, infatti, il solo movente reputazionale potrebbe indurre una *compliance* di tipo meramente burocratico e scarsamente proattivo, dall'altro gli obblighi informativi, per quanto idonei a sollecitare una riflessione interna e specifici esercizi sulla valutazione e gestione dei rischi ESG, sono solo un tassello di un processo più complesso che,

negli obiettivi dell'Unione europea, dovrebbe portare ad individuare il livello di accettabilità di simili rischi e ad orientare le decisioni delle imprese verso quell'obiettivo.

E il sistema, in effetti, come rilevato anche da Matteo Rescigno, si muove anche su altri fronti e mette l'informazione non finanziaria al servizio di iniziative che hanno l'obiettivo e l'effetto sostanziale di accrescere l'impegno delle imprese verso politiche di sostenibilità. Si pensi, ad esempio, al *Green Asset Ratio* (coefficiente di attivi verdi), nuovo KPI richiesto alle imprese finanziarie dal Reg. UE 2021/2078, che esprime il rapporto tra gli *asset* creditizi che finanziano attività allineate alla Tassonomia UE e le attività totali di bilancio. Poiché il nuovo coefficiente è inserito nel sistema di vigilanza prudenziale sulle imprese finanziarie (e considerando lo specifico rischio di credito legato ad attività non allineate alla tassonomia), è verosimile aspettarsi che le politiche di finanziamento adottate dalle banche si orienteranno sempre di più a favore di attività *green*. Ad esso, inoltre, si riconosce la specifica attitudine a rappresentare un indicatore facilmente comprensibile dagli *stakeholders* non finanziari dell'impresa bancaria, segno di una specifica attenzione alla valutazione che di tale parametro possano dare soggetti diversi dagli attori del mercato.

Si delinea così un processo al quale, nell'impostazione dell'Unione, partecipano sì il mercato e gli investitori per quel che riguarda la valutazione degli impatti di lungo termine dei fattori ESG sui rendimenti, ma che deve essere aperto anche ad attori diversi, come i portatori di interesse e le organizzazioni della società civile.

Con ciò pare riaffiorare una concezione etica e politica dei temi della sostenibilità che la Commissione intende verosimilmente recuperare laddove afferma l'utilità dell'informazione non finanziaria anche alla valorizzazione del dialogo sociale dell'impresa con i portatori di interessi e all'assunzione di responsabilità per l'impatto delle attività economiche sulle persone e sull'ambiente (considerando 14 della CSRD), sottolineando altresì l'utilità dell'informazione non finanziaria a valorizzare le preferenze di quegli investitori che siano sensibili alle questioni sociali e ambientali (considerando 9 e 12). Il processo in atto sembra quindi muovere alla ricerca non solo e non tanto dell'efficienza, quanto, come ci ha segnalato Lorenzo Sacconi, di un nuovo "equilibrio" che dia stabilità al sistema e nel quale la norma prescrittiva possa svolgere la funzione di favorire la coesione sociale e l'accordo tra i partecipanti.

Per queste ragioni condivido pienamente le considerazioni di Anna Genovese quando esclude che, a quadro normativo dato, l'informativa dovuta debba limitarsi alle sole informazioni che abbiano "materialità finanziaria".

Non solo alcune informazioni richieste dalla CSRD e dal regolamento Tassonomia (ad. es. quelle sulle emissioni di CO₂), come giustamente segnalato, non hanno una specifica ed attuale materialità finanziaria, ma, più in generale, la rafforzata attenzione della CSRD alla regola della "doppia materialità" conferma questa conclusione. Infatti, proprio le informazioni sugli impatti c.d. "*inside-out*"

paiono difficili in molti casi da utilizzare per valutarne le ricadute sulla redditività dell'investimento, almeno nel breve termine (se non per l'esposizione a rischi regolatori – peraltro non sempre legati ad interventi lineari – o per possibili maggiori costi di accesso al credito). Inoltre va considerato che ogni stima del rapporto rischio/rendimento riferibile ai profili ESG subisce l'incertezza legata ad una valutazione che deve proiettarsi in un orizzonte temporale medio/lungo e che alcuni rischi rilevanti nell'ambito ESG (ad es. i grandi rischi fisici, quali quelli collegati ad alluvioni, frane, o all'aumento del livello dei mari) si materializzano tipicamente in modo imprevedibile, quanto agli effetti, alla dimensione e al momento di accadimento degli eventi generatori perché connotati da un'incertezza che anche le attuali conoscenze scientifiche sono spesso incapaci di dissipare.

Sembra pertanto che le informazioni richieste alle imprese sui rischi generati dalla loro attività (*inside-out*) servano soprattutto a rivelare il contributo che l'impresa dà o non dà ai processi di transizione verso un'economia sostenibile e quindi a consentirne la valutazione su un piano di preferenze anche di tipo etico, sociale e politico, in una prospettiva non solo di efficienza, ma anche di giustizia.

Ha quindi ragione Anna Genovese quando individua, quale effetto di queste discipline, l'emergere di una nuova definizione del canone generale di correttezza nell'agire dell'impresa, già idoneo, in sistemi di illecito aquiliano atipico, a perimetrare diversamente la responsabilità civile dell'impresa stessa per la lesione degli interessi sociali e ambientali. Un quadro che segna il passaggio da una prospettiva legata alla mera "*responsibility*" sociale ad una più cogente dimensione di "*accountability*" legale, fatta di impegni, doveri di prevenzione e correlative responsabilità.

E condivido altresì le impressioni di Matteo Rescigno sulle inevitabili ricadute degli obblighi di informazione non finanziaria sulle scelte gestorie dell'impresa.

Se si riconosce che gli obblighi di informazione non finanziaria non sono finalizzati solo alla correzione di una *market failure* per assicurare risultati di efficienza allocativa, ma si inseriscono in un progetto che intende sollecitare l'impegno delle imprese alla prevenzione e al contenimento dei danni prodotti dalle loro attività alla società e all'ambiente, quegli stessi obiettivi di sostenibilità su cui l'impresa deve rendicontare diventano punti di riferimento ed elementi di valutazione per esigere dalla stessa un'azione volta a ricercare le soluzioni tecniche ed economiche per contenere i rischi nella soglia della tollerabilità.

A tal fine, tuttavia, i contenuti di tale dovere e la sua concreta attuazione non possono derivare dai soli esercizi richiesti all'impresa unilateralmente per adempiere gli obblighi informativi, ma devono completarsi in processi ulteriori che – nell'approccio indicato dalla Commissione e sulla base dell'informazione fornita dall'impresa – vedano innanzitutto coinvolti i portatori di interessi e le loro rappresentanze, nonché gli stessi investitori sensibili alle questioni sociali e ambientali.

In un simile processo dovrebbe trovare attuazione l'impegno dell'impresa a

conseguire il suo obiettivo economico nella massima salvaguardia degli interessi esterni che le vengono specificamente rappresentati, dando così concretezza al generale dovere di “tenere conto” degli interessi degli *stakeholders* non finanziari (rilevanti) che oggi compare in numerosi testi normativi e codici di autodisciplina.

Verso la valorizzazione del dialogo con gli *stakeholders* rilevanti dell’impresa pare del resto muoversi la normativa europea in alcune indicazioni già contenute nella CSRD (v. i considerando 3, 12, 14, e 39, quest’ultimo sul coinvolgimento dei portatori di interessi nei lavori dell’EFRAG per la definizione dei principi di rendicontazione; v. inoltre il considerando 52 sui diritti di consultazione dei lavoratori e sull’acquisizione del loro parere in merito all’informativa di sostenibilità), mentre la Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, nel suo testo originario, come pure negli emendamenti proposti successivamente dal Parlamento europeo, contiene numerosi riferimenti ai doveri di consultazione degli *stakeholders* rilevanti e al loro *engagement* nella predisposizione delle misure di prevenzione, correzione e monitoraggio previste dalla disciplina.

La prospettiva funzionale in cui si inquadra il contributo degli *stakeholders* si atteggia diversamente nell’ambito delle discipline della CSRD e della Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*. Nel primo caso la consultazione con gli *stakeholders* è essenzialmente finalizzata al miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria (ausilio nell’analisi di materialità dei rischi, monitoraggio sull’attendibilità dei dati, ecc.). Nel secondo, essa è prevista in ambiti specifici: la mappatura dei rischi, l’elaborazione dei piani di prevenzione e correzione degli impatti negativi. E in questo caso la finalità è quella di contribuire alla creazione di misure “adeguate” agli obiettivi indicati dalla direttiva e cioè la prevenzione e la mitigazione degli impatti negativi sugli interessi protetti. Qui non si richiede nessuna valutazione comparativa di interessi, né tantomeno il bilanciamento della massimizzazione del valore per gli azionisti – nel breve o lungo termine – con la protezione degli interessi sociali e ambientali. La normativa si muove al di fuori di questa cornice perché l’impegno alla prevenzione e al contenimento dei danni agli interessi protetti è richiesto in modo assoluto. E quindi ci si può aspettare un ruolo più incisivo degli *stakeholders* anche in considerazione degli effetti di protezione o contenimento che la loro partecipazione ai processi di elaborazione delle misure richieste potrebbe avere sulla responsabilità civile dell’impresa.

Sicché, in uno scenario che veda approvata la Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, l’informativa non finanziaria potrebbe diventare, per il diritto europeo, il principale strumento che consente il monitoraggio sulle politiche di prevenzione e mitigazione messe in atto dalle imprese, non solo a beneficio degli investitori, ma anche delle autorità pubbliche di controllo e degli *stakeholders* non finanziari, nonché di tutti coloro che quelle responsabilità potranno far valere.

Il diritto come scienza sperimentale: verso il superamento delle teorie dello *shareholder value* e del *consumer welfare*

Law as an empirical science. Going beyond the shareholder value and the consumer welfare theories

Vincenzo Di Cataldo *

ABSTRACT:

Queste poche righe ricordano che ogni teoria riflette problemi e idee del tempo in cui è stata concepita, e per questo ogni teoria prima o poi perde il proprio valore euristico. Il che è vero anche per le due teorie oggetto di questo convegno: le teorie dello *shareholder value* e del *consumer welfare*.

These few lines assert that all theories reflect problems and ideas of the time of their birth, and for this reason any theory sooner or later loses his heuristic value. This is true also for the two theories that are the object of this meeting: the shareholder value and the consumer welfare theories.

Desidero anzitutto manifestare la mia piena adesione alle critiche proposte, con la consueta chiarezza e precisione, da Francesco Denozza alle due “teorie neoliberali” di cui oggi discutiamo, la teoria dello *shareholder value* e la teoria del *consumer welfare*. Francesco Denozza ci ha presentato oggi un quadro coerente che raccoglie una lunga e complessa serie di scritti da lui stesso pubblicati nel corso di tanti anni, ed evidenzia la necessità di superare definitivamente entrambe quelle teorie.

Sono convinto che questa posizione sia assolutamente da condividere. Vorrei aggiungere che non si potrebbe mai pensare che teorie elaborate in un certo mo-

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Catania; e-mail: vdicataldo@dicataldozappala.it.

mento storico per risolvere alcuni problemi specifici possano valere da criterio di spiegazione totalizzante, capace cioè di essere strumento di comprensione di tutti i problemi del mondo, e, per di più, anche dei problemi di un mondo che è ormai notevolmente diverso da quello che era quando esse vennero alla luce. Il mondo, allora come ora, è troppo complicato e troppo grande per essere spiegato tramite una sola teoria, per quanto raffinata e brillante essa sia. Inoltre, ogni nostro pensiero è coerente al momento in cui nasce, e perde inevitabilmente valore via via che il tempo passa – ovviamente, non per il passare del tempo in sé, ma per il modificarsi, nel tempo, delle situazioni fattuali che le norme si propongono di regolare.

Oggi *shareholder value* e *consumer welfare* ci appaiono con tutti i loro difetti in piena luce. Molti di questi avrebbero potuto essere identificati prima, ma avrebbe anche dovuto esser chiaro da sempre che esse – come qualunque teoria – non avrebbero potuto davvero spiegare tutto neppure allora.

Quello che resta da fare, oggi, è, anzitutto, verificare se c'è qualcosa da salvare in queste teorie, che hanno avuto dei meriti, e potrebbero ancora essere utili, sia pure in ambiti circoscritti, molto più circoscritti di quanto di esse si sia pensato fin qui da molti. E questa è un'operazione che nessuno fin qui ha avviato. In secondo luogo, occorre identificare i problemi per i quali le due teorie non sono in grado di darci risposte attendibili. Per questi problemi occorrerà trovare altre strade, cercando di evitare di cadere un'altra volta nello stesso errore, e cioè di pensare un'altra volta ad una nuova soluzione totalizzante. Ogni problema dovrà essere studiato a sé, evitando di utilizzare per esso idee e teorie pensate per la soluzione di altri problemi. Dovrà essere studiato per tentativi ed errori, perché non abbiamo altra strada.

Il tema delle intese verticali, di cui ci occupiamo in questa sessione, è proprio uno di quei temi che segnala inequivocabilmente come il procedere per tentativi ed errori non abbia alternative. Basta ripercorrere l'evoluzione del diritto dell'Unione europea per vedere quanto profondamente, ad ogni modifica del regolamento, la Commissione abbia innovato le regole, per alcune di esse cambiando radicalmente approccio, rispetto al pregresso, in un arco temporale di pochissimi decenni. In riferimento al variare di alcune delle regole si possono scorgere delle idee, e si comprende che sono state queste a guidare l'innovazione normativa. In riferimento al variare di altre regole – penso, ad esempio, alle regole che elencano le clausole esentabili e quelle non esentabili – non si riesce a trovare alcuna idea davvero capace di spiegare la modifica della norma. Davvero il legislatore dell'Unione europea sembra aver operato come il meccanico che si trova davanti ad un motore che non funziona, o non funziona come lui vorrebbe. Il meccanico bravo cerca di riflettere prima di operare, cerca anzitutto di identificare il problema, e poi cerca di adottare la o le misure che potrebbero sembrare adatte allo scopo. Ma a volte il meccanico non sa proprio quale mossa fare, ed allora inizia a stringere qualche vite, a tirare qualche filo,

ad allentare qualche molla, non del tutto a caso, ma tentando di cogliere un nesso tra il problema che avverte e la mossa che attua. E spera che così si realizzi un effetto favorevole. Ecco, l'ho scritto altra volta, proprio sulla rivista di cui festeggiamo oggi il decennale¹, anche il diritto è una scienza sperimentale, procede per tentativi ed errori. Non “a caso”, ma provando a prefigurare gli effetti cui la singola norma progettuale potrebbe dar vita. E tutto ciò ci dovrebbe avvertire a non prendere mai troppo sul serio una teoria, a non pensare che, grazie ad essa, possiamo smettere di pensare, perché tutto è stato ormai risolto. Al contrario, “la ricerca non ha fine”², mai.

¹ V. DI CATALDO, *Esiste uno stile giuridico neoliberale? Uno studio per Francesco Denozza*, in questa *Rivista*, 2020, 17. L'idea del diritto come scienza sperimentale è una delle idee centrali del mio *A che cosa serve il diritto*, Bologna, Il Mulino, 2017.

² Questo è il titolo della traduzione italiana della *Autobiografia* di Karl Popper, trad. D. Antiseri, Roma, Armando Armando, 1976.

Le *price parity clauses* tra analisi economica e cattura regolatoria

Price parity clauses between economic analysis and regulatory capture

Giuseppe Colangelo *

ABSTRACT:

Se le restrizioni verticali hanno tradizionalmente rappresentato il principale terreno di scontro con il *more economic approach*, le *price parity clause* (PPC) hanno il duplice pregio di essere tanto diffuse in ambito digitale quanto controverse dal punto di vista antitrust. La cornice regolamentare europea si presenta al riguardo particolarmente frastagliata. Mentre, ai sensi del diritto europeo della concorrenza, non sussiste un divieto assoluto per nessuna forma di PPC e anzi quelle ristrette vengono esplicitamente esentate, alcune legislazioni nazionali (per il solo settore turistico-alberghiero) e il recente Digital Markets Act (con solo riferimento alle piattaforme *gatekeeper*) mettono al bando le PPC persino laddove adottate da operatori privi di potere di mercato. Alla luce del quadro normativo e della letteratura economica, il lavoro intende dimostrare come, una volta messo da parte un parametro oggettivo di valutazione basato sugli effetti in termini di *consumer welfare* delle pratiche, l'analisi rischia di riflettere meri interessi di parte e, più precisamente, di altri operatori economici che vedono minacciate le proprie rendite, anziché essere finalizzata alla promozione del benessere sociale.

While vertical restraints have traditionally been the main bone of contention with the more economic approach, price parity clauses (PPCs) have the dual virtue of being as prevalent in the digital scenario as they are controversial from an antitrust perspective. The European regulatory framework is particularly ambiguous in this regard. While, under the EU competition law, there is no absolute ban on any form of PPC and indeed narrow ones are explicitly exempted, some national legislation (for the tourism-hotel sector only) and the recent Digital Markets Act (with reference only to gatekeeper platforms) outlaw PPCs even if adopted by operators without market power. In light of the regulatory framework and the economic literature, the paper aims to show how, once an objective benchmark based on the consumer welfare effects is set aside, the assessment risks reflecting mere interests of rivals who see their economic rents threatened, rather than being aimed at promoting social welfare.

* Professore associato di diritto dell'economia, Università degli Studi della Basilicata; e-mail: giuseppe.colangelo@unibas.it.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Le *parity clause* nel diritto europeo della concorrenza. – 2.1. Il caso delle OTA. – 2.2. Il trattamento ai sensi del Digital Markets Act. – 3. Il rischio della cattura regolatoria.

1. *Introduzione.*

L'avvento dei mercati digitali ed il particolare successo di un esiguo numero di piattaforme hanno alimentato un intenso dibattito sulle capacità del diritto della concorrenza di fronteggiare le nuove sfide. A fronte delle peculiarità dei mercati digitali che favorirebbero la concentrazione del potere di mercato in capo a pochi *gatekeeper*, legislatori e *policy maker* hanno reagito a livello internazionale in modo diverso, dividendosi tra quanti reputano sufficiente procedere con un aggiornamento di alcune norme antitrust e quanti, invece, considerano necessario abbracciare un approccio regolatorio introducendo inflessibili obblighi e divieti *ex ante*¹. In aggiunta, si è lamentato un *underenforcement* delle regole concorrenziali, frutto – secondo l'accusa – dell'influenza esercitata dalle teorie economiche orientate ad analizzare le condotte sul mercato in una pura prospettiva di efficienza e, in particolare, di *consumer welfare*.

Accanto, dunque, alla radicale messa in discussione del diritto antitrust (quantomeno in ambito digitale), si è (ri)aperto il dibattito sulle finalità dello stesso e sullo spirito originario che ha ispirato la prima legislazione statunitense ai tempi del senatore Sherman.

Entrambi i fenomeni non rappresentano significative novità. In tempi recenti, il diritto della concorrenza ha già visto messe in dubbio le sue ragioni di essere dall'avvento di Internet e della c.d. *new economy*. Allo stesso modo, in più di un secolo di vita, il diritto della concorrenza ha ciclicamente assistito ad una reinterpretazione delle proprie norme alla luce delle teorie economiche divenute *mainstream* in una determinata fase storica. In definitiva, l'effetto principale della combinazione dei suddetti *revival* (quello per la regolazione e quello per la presunta vera anima del diritto antitrust) è di contestare e mettere all'indice l'approccio economico nell'interpretazione del diritto della concorrenza.

In questo scenario, l'attenzione non può non concentrarsi innanzitutto sul trattamento delle restrizioni verticali, le quali tradizionalmente hanno rappresentato il principale terreno di scontro con il *more economic approach*. A fronte di un pregiudizio che per molti anni ha indotto a vietare in termini assoluti le restrizioni verticali per scongiurare rischi di *foreclosure*, la letteratura economica e le evi-

¹ M. CAPPAL, G. COLANGELO, *Taming digital gatekeepers: the more regulatory approach to anti-trust law*, in 41 *Computer Law & Security Review* 2021, 1.

denze empiriche hanno dimostrato che, sebbene possano occasionalmente portare a una preclusione anticoncorrenziale in presenza di determinate condizioni specifiche, tali accordi nella maggior parte dei casi fanno parte del normale processo concorrenziale e possono generare efficienze significative a vantaggio dei consumatori. Nello specifico, la letteratura economica ha documentato come le intese verticali possano creare efficienze riducendo la doppia marginalizzazione, impedendo il *free riding* sugli investimenti e allineando gli incentivi di produttori e distributori. I consumatori ne traggono vantaggio perché queste efficienze vengono almeno in parte trasferite loro sotto forma di prezzi più bassi, aumento della produzione, maggiore qualità e maggiore innovazione.

Per essere chiari, ciò non equivale a sostenere che le intese verticali siano sempre pro-concorrenziali, ma induce ad interrogarsi su quale sia il set di regole che meglio possono gestire le ricadute di tali accordi sul mercato. Se si parte dalla consapevolezza, supportata dalla teoria economica e dall'evidenza empirica, che le restrizioni verticali producono effetti quantomeno ambigui in termini di impatto concorrenziale, risulta difficile supportare divieti assoluti (siano essi contenuti in nuove regolazioni o in interpretazioni delle attuali regole antitrust) in luogo di un'analisi caso per caso e, dunque, necessariamente *ex post* e basata sull'accertamento concreto dei suddetti effetti.

Infine, pena il rischio di smarrire un criterio oggettivo di valutazione, tale indagine non può essere affidata a parametri tanto nobili quanto vaghi quale, ad esempio, quello della *fairness* e presuppone che si condivida che il destinatario finale della tutela antitrust siano i consumatori, non i concorrenti (magari semplicemente perché di dimensioni inferiori alla controparte)².

Per perorare la mia causa, mi viene offerta l'opportunità di analizzare le *price parity clause* (PPC), le quali hanno il duplice pregio di essere tanto diffuse in ambito digitale quanto controverse dal punto di vista antitrust³. L'analisi del quadro

²G. COLANGELO, *In fairness we (should not) trust. The duplicity of the EU competition policy mantra in digital markets*, in 68 *The Antitrust Bulletin* 2023, 618.

³Nell'ampia letteratura in materia, si segnalano tra gli altri P. AKMAN, *A Competition Law Assessment of Platform Most-Favoured-Customer Clauses*, in 12 *J. of Competition L. & Econ.* 2016, 781; P. AKMAN, D. SOKOL, *Online RPM and MFN under Antitrust Law and Economics*, in 50 *Rev. of Industrial Organization* 2017, 133; J.B. BAKER, F.M. SCOTT MORTON, *Antitrust Enforcement Against Platform MFNs*, in 127 *Yale L. J.* 2017-2018, 2176; A. BOIK, K.S. CORTS, *The Effects of Platform MFNs on Competition and Entry*, in 59 *J. of L. & Econ.*, 2016, 105; M. COLANGELO, *Parity Clauses and Competition Law in Digital Marketplaces: The Case of Online Hotel Booking*, in 8 *J. of European Competition L. & Practice* 2017, 3; S. ENNIS, M. IVALDI, V. LAGOS, *Price Parity Clauses for Hotel Room Booking: Empirical Evidence from Regulatory Change*, in 66 *J. of L. and Econ.* 2023, 309; A. EZRACHI, *The Competitive Effects of Parity Clauses on Online Commerce*, in 11 *European Competition J.* 2015, 488; A. FLETCHER, M. HVIID, *Broad Retail Price MFN Clauses: Are They RPM "At Its Worst"?*, in 81 *Antitrust L. J.*, 2016, 65; A. MANTOVANI, C.A. PIGA, C. REGGIANI, *Online platform price parity clauses: evidence from the EU Booking.com case*, in 131 *European Econ. Rev.*, 2021, 103625; C. WANG, J. WRIGHT, *Search platforms: showrooming and price parity clauses*, in 51 *The RAND J. of Econ.*, 2020, 32.

normativo e della letteratura economica sul tema è finalizzata a mettere in evidenza i rischi di un'indagine non saldamente ancorata a criteri oggettivi e non indirizzata a verificare gli effetti in concreto delle pratiche commerciali.

2. *Le parity clause nel diritto europeo della concorrenza.*

È opportuno da subito chiarire le differenze tra le tradizionali clausole *most favored nation* (MFN) e le PPC. Mentre le prime clausole di miglior trattamento, infatti, prevedono che un fornitore debba offrire i suoi prodotti a un particolare distributore a condizioni migliori o uguali a quelle offerte a tutti gli altri distributori, le PPC si caratterizzano per il ruolo svolto dalla piattaforma e, perciò, sono descritte anche come accordi di parità tra piattaforme (*across platform parity agreement* – APPA). Nello specifico, le PPC sono accordi tra venditori e piattaforme per garantire che gli acquirenti della piattaforma abbiano accesso ai beni a condizioni migliori o uguali a quelle offerte agli stessi acquirenti su altre piattaforme. Pertanto, anziché determinare la condotta tra venditori e piattaforme, le PPC influiscono sulle vendite al dettaglio definendo la condotta tra venditori e acquirenti.

Dato il differente contesto rispetto alle MFN, le PPC possono essere ampie (*wide*) o ristrette (*narrow*), a seconda che gli obblighi di parità nella vendita al dettaglio si riferiscano alle condizioni offerte su tutti gli altri canali di vendita o, invece, solamente a quelle offerte nei soli canali di vendita diretti gestiti dai venditori. Se nel primo caso il venditore che beneficia di servizi di intermediazione online non potrà offrire agli utenti finali i propri prodotti/servizi a condizioni più favorevoli utilizzando servizi di intermediazione online concorrenti, nel secondo caso tale limitazione si applica soltanto ai canali di vendita diretta, impedendo dunque al venditore di applicare condizioni più favorevoli, ad esempio, sul proprio sito internet.

L'adozione di PPC ampie piuttosto che ristrette influenza in maniera decisiva il loro trattamento concorrenziale. In linea di massima, le PPC sollevano preoccupazioni concorrenziali perché possono comportare una riduzione della concorrenza *intra-brand* e degli incentivi per le piattaforme a competere sull'ammontare delle commissioni praticate ai venditori o sulla qualità dei servizi di intermediazione offerti⁴. Esse possono, inoltre, facilitare la collusione orizzontale tra i venditori o le piattaforme. In particolare, l'uso di PPC *wide*, assieme al modello di agenzia soven-

⁴ Commission Staff, Working Document di accompagnamento al *Final report on the E-commerce Sector Inquiry*, SWD(2017) 154 final, 179-180, reperibile in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52017SC0154>; OECD, *Implications of E-commerce for Competition Policy*, 2018, 25-26, reperibile in [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2018\)3/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2018)3/en/pdf).

te adottato dalle piattaforme (in base al quale i venditori fissano i prezzi finali), le renderebbe paragonabili all'effetto orizzontale potenzialmente prodotto dall'imposizione dei prezzi di rivendita, in base al quale l'impresa a monte fissa prezzi al dettaglio identici per tutti gli intermediari. Allo stesso tempo, tuttavia, tali clausole possono anche generare significative efficienze e vengono, infatti, generalmente giustificate come necessarie a proteggere gli investimenti delle piattaforme dal rischio di *free riding*. Si potrebbe, infatti, verificare un problema di sfruttamento senza contropartita, alla luce del quale il fornitore potrebbe non essere incentivato a investire nello sviluppo della propria piattaforma, nei servizi pre-vendita o nella promozione per incrementare la domanda, se i benefici di tali investimenti in termini di aumento delle vendite andassero a piattaforme concorrenti o a canali di vendita diretta che possono offrire gli stessi beni o servizi a condizioni più favorevoli⁵. Infine, le PPC potrebbero essere utilizzate da nuovi entranti il cui modello di business ruota attorno al garantire le migliori condizioni sul mercato⁶.

Dinanzi alle implicazioni ambivalenti delle suddette clausole, la Commissione europea ha da tempo adottato un approccio basato sugli effetti e sull'analisi caso per caso, considerando in linea generale le PPC ampie come maggiormente suscettibili di produrre effetti anticompetitivi superiori ai potenziali benefici e riservando, invece, un trattamento più liberale alle PPC ristrette dal momento che esse non incidono sulla concorrenza tra le piattaforme. Tale approccio della Commissione è stato ufficialmente sancito nel recente regolamento di esenzione sugli accordi verticali⁷ e le relative Linee guida⁸, laddove si stabilisce che tutti i tipi di obblighi di parità negli accordi verticali possono beneficiare dell'esenzione di blocco (ovviamente a patto che vengano rispettate le soglie di mercato tradizionalmente previste), ad eccezione di quelli che impediscono a un acquirente di servizi di intermediazione online di offrire, vendere o rivendere beni o servizi agli utenti finali a condizioni più favorevoli utilizzando servizi di intermediazione online concorrenti.

La diversa valutazione effettuata dalla Commissione dipende essenzialmente dai potenziali effetti orizzontali delle PPC ampie, ossia il rischio che queste ultime possano facilitare la collusione tra piattaforme, il che impone una valutazione individuale che tenga debitamente conto di alcuni fattori quali, tra gli altri, il grado di

⁵ Commissione europea, *Orientamenti sulle restrizioni verticali*, GUUE [2022] C 248/1, paragrafo 372.

⁶ Commission Staff, Working Document, cit., paragrafo 623: «Parity clauses may on the other hand lead to efficiencies. For instance their use might be necessary to recoup investments by the marketplace and to avoid free-riding. They may also be used by new market entrants whose business model is based on having the best available resale prices or the widest product range. Parity clauses will therefore have to be analysed and assessed on a case-by-case basis».

⁷ GUUE [2022] L134/4, Art. 5(1)(d).

⁸ Commissione europea, *Orientamenti sulle restrizioni verticali*, cit., Sezione 8.2.5.

multi-homing degli acquirenti dei servizi di intermediazione online e degli utenti finali (ossia la propensione degli utenti di uno o più versanti della piattaforma ad utilizzare contemporaneamente più piattaforme e, quindi, a trarre beneficio da eventuali offerte concorrenti), l'esistenza di barriere all'ingresso sul mercato delle piattaforme, l'importanza dei canali di vendita diretta degli acquirenti dei servizi di intermediazione online e in che misura tali acquirenti sono in grado di rimuovere i loro prodotti dalle piattaforme dei fornitori di servizi di intermediazione online⁹.

Sebbene il Regno Unito non sia più parte dell'Unione europea, per prossimità geografica è opportuno rilevare che, ai sensi del recente Vertical Agreements Block Exemption Order, mentre le PPC *narrow* beneficiano della medesima esenzione accordata in ambito europeo, la versione *wide* viene valutata una restrizione *hardcore* (anziché una mera restrizione esclusa dall'applicazione del regolamento, secondo la dicitura europea)¹⁰. Dunque, nel Regno Unito le PPC ampie vengono considerate presuntivamente restrizioni per oggetto, autorizzabili su base individuale alla luce sostanzialmente dei medesimi fattori rilevanti precedentemente menzionati con riferimento alle Linee guida europee. Si segnala, al tempo stesso, la sentenza di segno opposto con la quale il Competition Appeal Tribunal ha cassato una decisione dell'autorità antitrust britannica, affermando di fatto che anche le PPC ampie non dovrebbero essere presuntivamente valutate come restrizioni per oggetto ai sensi del diritto antitrust, bensì analizzate alla luce di adeguate evidenze quantitative che ne dimostrino gli effetti anticompetitivi nel caso di specie¹¹.

2.1. Il caso delle OTA.

Sebbene implementate in contesti variegati, come dimostra la decisione della Commissione europea nei confronti di Amazon relativamente agli e-book¹² e altri casi nazionali riguardanti il *marketplace* di Amazon¹³, il dibattito antitrust ruota essenzialmente all'adozione delle PPC nell'ambito delle agenzie di viaggio online (OTA), quali Booking.com e Expedia.

Le OTA rappresentano un tipico esempio di piattaforma a due versanti che favorisce l'incontro tra due gruppi di utenti (albergatori e viaggiatori), le cui do-

⁹ *Ivi*, paragrafo 361.

¹⁰ The Competition Act 1998 (Vertical Agreements Block Exemption) Order 2022, Articolo 8(2)(f), reperibile in <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2022/516/contents/made>. Si vedano anche le *Linee guida* dello UK Competition and Markets Authority, reperibile in https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/1091830/VABEO_Guidance.pdf.

¹¹ *BGL Holdings Limited and others v. CMA*, [2022] CAT 36.

¹² Commissione europea, 4 maggio 2017, Caso AT.40153.

¹³ Bundeskartellamt, 9 dicembre 2013, Caso B6-46/12; UK Competition and Markets Authority, *OFT welcomes Amazon's decision to end price parity policy*, 2013, reperibile in <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20140402160400/http://oft.gov.uk/news-and-updates/press/2013/60-13>.

mande sono interdipendenti, offrendo loro alcuni servizi. Ai potenziali viaggiatori, le OTA forniscono una ampia panoramica delle varie opzioni di alloggio disponibili nella destinazione scelta (comprehensive di immagini, prezzi e altre informazioni), consentono un confronto tra le offerte in base ad una serie di criteri e permettono di visualizzare i commenti degli utenti sulle loro precedenti esperienze. I benefici per i consumatori derivanti dal modello di business delle OTA sono, dunque, innegabili. Le OTA riducono i costi di ricerca in quanto forniscono ai potenziali viaggiatori un'ampia gamma di informazioni sulle strutture ricettive: esse, infatti, consentono ai consumatori di confrontare in modo più semplice ed efficace il prezzo e la qualità di un numero maggiore di strutture ricettive rispetto a quanto potrebbero fare senza le OTA. In tal modo, le OTA stimolano anche la concorrenza *inter-brand* esponendo gli hotel situati in una determinata area a maggiore concorrenza.

Altrettanto significativi sono i benefici per l'altro versante della piattaforma. Le strutture ricettive aderenti beneficiano principalmente di una maggiore visibilità presso i potenziali acquirenti: esattamente come in un app store, una OTA utilizzata da un numero elevato di consumatori finali garantisce ai venditori di accedere ad una ampia platea di potenziali clienti. A ciò si aggiungono ulteriori servizi, quali l'ottimizzazione dei motori di ricerca, analisi di dati e performance delle strutture, un sistema di prenotazione, pagamento e assistenza clienti. Le OTA possono, pertanto, come già segnalato, favorire una maggiore concorrenza in ambito alberghiero soprattutto aiutando nuovi ed indipendenti alberghi ad entrare nel mercato o ad operare su una scala più ampia¹⁴.

Le OTA si caratterizzano come una *transaction platform* al pari di quanto avviene con i sistemi di carte di credito o gli app store. Tale caratteristica ha un rilievo in ambito antitrust per quanto concerne la definizione del mercato rilevante e la valutazione degli effetti delle condotte: secondo, infatti, una scuola di pensiero che ha trovato sostegno negli Stati Uniti ed in Germania, nel caso di piattaforma di transazione, il mercato rilevante è rappresentato dall'intera piattaforma (e non dai suoi singoli lati), il che rende inevitabile valutare le condotte ponderando gli effetti negativi in termini di benessere per un versante con i benefici ricevuti dall'altro versante¹⁵.

¹⁴ Un'analisi di mercato recente pubblicata su impulso della Commissione europea (VVA e LE Europe, *Market study on the distribution of hotel accommodation in the EU*, 2022, reperibile in https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2023-01/kd0722783enn_hotel_accommodation_market_study.pdf) conferma che a trarre beneficio dalle OTA per il volume di prenotazioni effettuate sono soprattutto gli alberghi indipendenti, rispetto alle catene alberghiere.

¹⁵ Si vedano L. FILISTRUCCHI, D. GERADIN, E. VAN DAMME, P. AFFELDT, *Market Definition in Two-Sided Markets: Theory and Practice*, in 10 *J. of Competition L. & Econ.* 2014, 293. Con riferimento a Stati Uniti e Germania, si vedano *Ohio et al. v. American Express Co. et al.*, 138 S. Ct. 2274 (2018); Bundeskartellamt, *Market Power of Platforms and Networks*, Working Paper B6-113/15, 2016, reperibile in https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Publikation/EN/Berichte/Think-Tank-Bericht-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=2,

A fronte dei benefici sopra menzionati per entrambi i versanti della piattaforma, il modello di business delle OTA prevede che, esattamente come avviene nella stragrande maggioranza delle piattaforme *two-sided*, i ricavi per queste ultime scaturiscano da un solo lato della piattaforma. Se i consumatori accedono ai servizi delle OTA gratuitamente, i proventi di queste ultime derivano dalle commissioni applicate alle transazioni che si effettuano per il tramite della piattaforma. La maggior parte delle OTA persegue un modello di agenzia, basato su commissioni che solitamente variano dal 10 al 20% e che vengono applicate agli albergatori ogni volta che un utente prenota una camera tramite la loro piattaforma a un prezzo stabilito dall'albergatore.

È facile intuire quanto un tale modello di business sia sensibile al rischio di *free riding*, che prende anche il nome di *showrooming* (i consumatori visitano un venditore offline per cercare il prodotto giusto e poi passano ad acquistare il prodotto online a un prezzo più conveniente) e *webrooming* (i consumatori effettuano la ricerca iniziale online e poi acquistano il prodotto scelto offline). È evidente, infatti, che qualora i viaggiatori, dopo aver selezionato la struttura recettiva sulla base delle informazioni ottenute sulla piattaforma, concludessero l'acquisto su un'altra piattaforma o sul canale di vendita diretta dell'albergatore, l'OTA non percepirebbe alcun compenso e non avrebbe modo di remunerare gli investimenti sostenuti. Se tale condotta fosse ripetuta e diffusa, la stessa sopravvivenza della piattaforma sarebbe a rischio¹⁶.

È in questo scenario che va collocata l'operatività delle PPC. Esse rispondono principalmente all'esigenza di assicurare un ritorno sui costi sostenuti per fornire servizi ai consumatori ed agli albergatori, proteggendo la piattaforma dal rischio di ribassi di prezzo. A tale giustificazione economica si accompagnano, come in precedenza illustrato, anche potenziali rischi anticoncorrenziali.

In linea con gli insegnamenti della teoria economica ed i principi recentemente recepiti nelle Linee guida europee, le autorità antitrust nazionali hanno concentrato le proprie attenzioni sulle PPC ampie, ponendo fine alle proprie indagini nel momento in cui le clausole sono state sostituite con una versione *narrow*. Il riferimento è, in particolare, alle indagini parallele avviate anni or sono dalle autorità italiana, francese e svedese¹⁷. In modo simile, più di recente l'autorità portoghese ha espresso tutte le proprie perplessità nei confronti della proposta governativa

¹⁶ Per una recente analisi del ruolo delle PPC in relazione all'argomento del *free riding*, si vedano C. WANG, J. WRIGHT, *Platform investment and price parity clauses*, in 71 *Journal of Industrial Economics* 2023, 538, secondo i quali il divieto di adottare PPC *wide* comporterebbe investimenti insufficienti da parte delle piattaforme nel fornire servizi di ricerca, laddove invece le PPC *narrow* non incentiverebbero le piattaforme a sostenere tali investimenti.

¹⁷ Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, 21 aprile 2015, decisione n. 25422, *Mercato dei servizi turistici-prenotazioni alberghiere on line*; Autorité de la Concurrence, 21 aprile 2015, decisione n. 15-D-06, *Booking.com*; Konkurrentsverket, 15 aprile 2015, decisione n. 596/2013, *Booking.com*. Si veda anche Konkurrentsverket, 10 maggio 2015, decisione n. 595/2015, *Expedia*.

tesa ad emendare la normativa antitrust nazionale vietando ogni forma di PPC nel settore alberghiero¹⁸. L'autorità antitrust portoghese ha ribadito, in quella circostanza, come, anziché introdurre un divieto assoluto, sarebbe stato opportuno consentire una valutazione caso per caso delle PPC al pari di quanto avviene alla luce delle regole concorrenziali europee.

L'unica eccezione in questo scenario è rappresentata dal Bundeskartellamt, il quale nel caso *Booking.com* ha inteso proibire anche le PPC ristrette¹⁹, trovando sostegno nella Corte Suprema Federale²⁰. Secondo quest'ultima, infatti, le PPC ristrette non possono essere considerate restrizioni accessorie esenti dall'applicazione dell'art. 101(1) del Trattato e non soddisfano le condizioni per l'esenzione di cui al paragrafo 3 del medesimo articolo, poiché gli eventuali vantaggi associati alla lotta contro il parassitismo non bilanciano in alcun modo i loro effetti anticoncorrenziali sotto forma di un ostacolo significativo alla distribuzione online degli hotel sulla piattaforma, derivante dal fatto che gli hotel devono prezzare le loro offerte online come se fossero gravati dai costi della distribuzione su piattaforma²¹. Secondo la Corte, i consumatori beneficerebbero dall'eliminazione della PPC ristretta perché il risparmio conseguito dagli hotel per il mancato pagamento della commissione (in caso di transazione sul canale diretto di vendita) verrebbe con tutta probabilità traslato almeno in parte a valle sul prezzo finale delle camere. Infine, la Corte ha rilevato come non fosse stata addotta alcuna prova concreta che, in assenza di una PPC ristretta, la continuazione dei servizi di Booking.com sarebbe stata a rischio.

Sul tema sarà presto chiamata a pronunciarsi la Corte di giustizia. Il Tribunale di Amsterdam ha, infatti, deciso di sollevare una questione pregiudiziale proprio sulle PPC adottate dalle OTA e, più precisamente, riguardo alla possibilità di considerare sia le *narrow* sia le *wide* come restrizioni accessorie e alle modalità di definizione del mercato rilevante in presenza di una piattaforma di transazione²².

¹⁸ Autoridade da Concorrência, *Parecer sobre o projeto de Decreto-Lei n. DL 1102/XXII/2021 que altera o regime da concorrência, o regime das práticas individuais restritivas do comércio e o regime das cláusulas contratuais gerais*, 2021, reperibile in https://extranet.concorrenca.pt/PesquisAdC/EPR.aspx?Ref=EPR_2021_35&isEnglish=True.

¹⁹ Bundeskartellamt, 22 dicembre 2015, Caso B9-121/13, *Booking.com*.

²⁰ Bundesgerichtshof, 18 maggio 2021, Caso KVR 54/20, *Booking.com*.

²¹ Secondo la Corte tedesca, la soluzione del problema del *free riding* è stata finora considerata un obiettivo legittimo nel diritto della concorrenza quando un fornitore intende indurre i propri rivenditori a fornire servizi speciali nella distribuzione, come la consulenza o l'esperienza di acquisto per il cliente: in tal caso può essere necessario proteggere un rivenditore autorizzato dalla possibilità che altri rivenditori, che non forniscono tali servizi, possano offrire i beni oggetto del contratto a un prezzo inferiore, con il risultato che esiste un rischio giustificato che tali servizi, che promuovono la distribuzione e la concorrenza, non vengano forniti dai rivenditori autorizzati se questi non possono concludere un accordo con il fornitore che limiti la concorrenza di altri rivenditori. Per risolvere il problema del parassitismo, si potrebbero, dunque, prendere in considerazione, a seconda delle circostanze, accordi di distribuzione selettiva, accordi di distribuzione esclusiva e clauseole di non concorrenza.

²² Rechtbank Amsterdam, 26 ottobre 2022, caso C/13/697614 / HA ZA 21-186.

Il quadro regolatorio delle PPC adottate dalle OTA in Europa si arricchisce, tuttavia, anche di interventi legislativi specifici. Alcuni Stati Membri hanno, infatti, negli ultimi anni promosso iniziative legislative circoscritte al settore turistico-alberghiero e finalizzate a proteggere quelli che vengono considerati contraenti deboli, economicamente dipendenti dalle piattaforme digitali. Al fine di riequilibrare l'asimmetria di potere contrattuale che sussisterebbe tra albergatori e OTA, Austria²³, Belgio²⁴, Francia²⁵, Italia²⁶ e Portogallo²⁷ hanno emanato disposizioni per garantire agli albergatori la libertà di concedere ai propri clienti qualsiasi sconto o vantaggio economico, vietando quindi l'adozione di ogni forma di PPC. Sebbene i divieti assoluti introdotti si applichino indipendentemente dal potere di mercato delle OTA, quantomeno in Italia e in Portogallo gli interessi tutelati dai suddetti interventi legislativi appartengono all'antitrust, dal momento che le disposizioni sono state inserite rispettivamente nella legge annuale sulla concorrenza e nella legge nazionale sulla concorrenza.

2.2. Il trattamento ai sensi del Digital Markets Act.

In questo scenario, già frastagliato, si inserisce da ultimo il Digital Markets Act (DMA)²⁸.

Come è noto, nonostante gli evidenti profili concorrenziali, il nuovo regolamento si presenta formalmente come una regolazione settoriale che introduce, a carico delle piattaforme designate come *gatekeeper*, una serie di obblighi e divieti assoluti²⁹. Secondo quanto affermato nel DMA, infatti, «[s]ebbene gli articoli 101 e 102 TFUE si applichino al comportamento dei *gatekeeper*, l'ambito di applicazione di tali disposizioni è limitato a talune tipologie di potere di mercato, per esempio una posizione dominante in mercati specifici e di comportamento anti-concorrenziale, e la loro applicazione avviene *ex post* e richiede un'indagine approfondita, caso per caso, di fatti spesso molto complessi. Inoltre, il diritto vigente dell'Unione non affronta, o non affronta in maniera efficace, i problemi per quan-

²³ L. 17 novembre 2016, n. 99, §7.

²⁴ L. 30 luglio 2018, n. 31580, art. 5.

²⁵ L. 6 agosto 2015, n. 990, art.133.

²⁶ L. 4 agosto 2017, n. 124, art.1, comma 166.

²⁷ D.l. 7 dicembre 2021, n. 108, art. 5.

²⁸ Reg. (EU) 2022/1925 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (Digital Markets Act), (2022) GUUE L 265/1.

²⁹ Sul controverso rapporto tra DMA e disciplina della concorrenza sia consentito rinviare a G. COLANGELO, *The European Digital Markets Act and antitrust enforcement: a liaison dangereuse*, in 47 *European L. Rev.* 2022, 597. Si veda anche M. CAPPAL, G. COLANGELO, *Applying ne bis in idem in the aftermath of bpost and Nordzucker: the case of EU competition policy in digital markets*, in 60 *Common Market L. Rev.* 2023, 431.

to concerne l'efficiente funzionamento del mercato interno, imputabili al comportamento dei *gatekeeper* che non dispongono necessariamente di una posizione dominante in termini di diritto della concorrenza»³⁰.

Tra gli obblighi chiamati ad assicurare contendibilità ed equità nei mercati digitali, rientra quello secondo il quale la piattaforma designata come *gatekeeper* «non impedisce agli utenti commerciali di offrire gli stessi prodotti o servizi agli utenti finali attraverso servizi di intermediazione online di terzi o attraverso il proprio canale di vendita diretta online a prezzi o condizioni diversi da quelli offerti attraverso i servizi di intermediazione online del *gatekeeper*»³¹. Ne scaturisce un divieto assoluto per le *parity clause* sia ampie sia ristretta, senza che sia possibile valutare eventuali giustificazioni pro-concorrenziali.

In realtà, i dubbi sull'impatto anticoncorrenziale delle *parity clause* hanno attraversato anche il dibattito sul DMA, come testimonia il fatto che la proposta licenziata dalla Commissione prevedeva un divieto assoluto per le sole clausole *wide*, laddove la versione finale che comprende anche la formula *narrow* si deve ad un emendamento del Parlamento europeo.

3. Il rischio della cattura regolatoria.

La ricostruzione della disciplina delle PPC in Europa fornisce interessanti spunti di riflessione. Dall'analisi svolta si traggono, infatti, le seguenti indicazioni: a) in linea con gli insegnamenti della teoria economica e con le evidenze empiriche, la Commissione europea riconosce sia gli effetti ambigui delle clausole in esame sia il potenziale diverso impatto delle PPC ampie rispetto a quelle ristrette, esentando queste ultime e richiedendo per le prime un'analisi individuale; b) l'approccio della Commissione è condiviso dalle autorità antitrust nazionali, con la sola eccezione di quella tedesca; c) alcune iniziative legislative nazionali hanno vietato ogni forma di PPC ma limitatamente al solo settore turistico-alberghiero; d) il nuovo regolamento DMA vieta entrambe le forme di PPC in tutti i mercati digitali interessati ma solo per i soggetti designati come *gatekeeper*.

In sintesi, se in ambito antitrust non sussiste un divieto assoluto per nessuna forma di PPC e anzi quelle ristrette vengono esplicitamente esentate, le menzionate legislazioni nazionali e il DMA mettono al bando le PPC persino laddove adottate da operatori privi di potere di mercato e senza fornire agli interessati alcuna possibilità di giustificazione.

La cornice illustrata è, dunque, non solo frastagliata ma altresì capricciosa perché contiene un evidente cortocircuito logico. Delle due l'una, o ci si affida ai risultati dell'analisi economica e, dunque, si procede ad una valutazione caso per

³⁰ Reg. (EU) 2022/1925, considerando 5.

³¹ *Ivi*, art. 5(3).

caso degli effetti delle PPC (specie se ristrette), oppure se, sulla base di un non ben precisato motivo, si ritiene che tutte le PPC producano sempre (ovvero in ogni circostanza, persino in assenza di potere di mercato e sotto qualsiasi forma) effetti anticompetitivi superiori ai potenziali benefici, il relativo divieto dovrebbe riguardare tutti gli operatori e tutti i settori economici.

Come si intendeva dimostrare, una volta messo da parte un parametro oggettivo di valutazione basato sugli effetti in termini di *consumer welfare* delle pratiche, l'analisi rischia di riflettere meri interessi di parte e, più precisamente, di altri operatori economici che vedono minacciate le proprie rendite. Il sospetto è particolarmente forte nelle ipotesi in cui gli interventi "protettivi" sono settoriali e, quindi, per definizione tesi a tutelare solo gli interessi di alcuni operatori in ossequio ai noti avvertimenti della teoria della *public choice*, secondo la quale l'intervento governativo è spesso incline a essere catturato dagli interessi di gruppi specifici, piuttosto che finalizzato alla promozione del benessere sociale.

I benefici apportati dalle OTA nel settore turistico-alberghiero sono innegabili sia per i consumatori, sia per gli albergatori, in particolare per i nuovi ed indipendenti operatori. A fronte delle preoccupazioni concorrenziali legate alle PPC *wide*, un divieto assoluto anche per le PPC *narrow* nel settore alberghiero rischia di tutelare esclusivamente gli interessi degli *incumbent*. Del resto, l'impatto delle OTA sui prezzi delle camere d'albergo resta una questione aperta in letteratura e necessariamente da affrontare con analisi empiriche. In linea teorica, infatti, se le OTA aggiungono valore ai consumatori riducendo i costi di ricerca, l'effetto di aumento dei costi delle commissioni applicate agli albergatori, unito all'impossibilità delle vendite dirette di hotel di riflettere i costi più bassi in caso di PPC *narrow*, potrebbe far aumentare i prezzi delle camere. Analizzando i divieti assoluti di ogni forma di PPC introdotti in Francia, Germania e Austria, un recente studio empirico ha mostrato come tali interventi non abbiano prodotto alcun effetto significativo sui prezzi delle camere e, dunque, alcun beneficio per i consumatori³².

È per queste ragioni che, alle scorciatoie regolatorie, alle fascinazioni delle regole semplici e degli approcci dicotomici, l'antitrust è chiamato a rispondere con indagini complesse ed analisi economiche *ex post* caso per caso.

³² P. MA, A. MANTOVANI, C. REGGIANI, A. BROOKS, N. DUCH-BROWN, *The Price Effects of Banning Price Parity Clauses in the EU: Evidence from International Hotel Groups*, Toulouse School of Economics Working Paper n. 1371, 2022, reperibile in https://www.tse-fr.eu/sites/default/files/TSE/documents/doc/wp/2022/wp_tse_1371.pdf.

Consumer welfare as antitrust goal. A note

Il consumer welfare come finalità antitrust. Una nota

Michele Grillo *

ABSTRACT:

Over the last decades, a neoliberal approach to antitrust has stressed maximization of consumer surplus as the appropriate goal of antitrust, assuming the welfare of consumers as a measure of the efficiency of a market equilibrium. The “more economic approach” heralded by the so-called post-Chicago synthesis has induced a twist of the previous view of both antitrust structuralism and the Chicago School who were rather concerned with the connections between market competition and social division of labour. This note makes two points. First, it retraces the main successive steps in the history of antitrust to unveil the reasons behind the turn of consumer welfare from being a simple ancillary effect of the working of the competition to becoming the normative ground of antitrust. Second, it discusses three crucial challenges arising today from the neoliberal focus on consumer surplus as a direct way to assess the lawfulness of firms’ behaviour in imperfectly competitive markets.

L’approccio neoliberale della cosiddetta “sintesi post-Chicago” individua la finalità propria dell’antitrust nella massimizzazione del consumer welfare, in quanto proxy dell’efficienza del mercato. Ciò ha determinato un cambiamento significativo dell’approccio precedente, condiziato da strutturalismo e Scuola di Chicago, che si concentrava sulla relazione tra concorrenza e divisione sociale del lavoro, considerando il consumer welfare un semplice corollario dell’operare del meccanismo concorrenziale. L’obiettivo di questa nota è duplice. Innanzi tutto, si analizzano le principali fasi della storia antitrust per esplicitare le ragioni che spiegano la trasformazione del surplus del consumatore da semplice corollario a obiettivo. In secondo luogo, si mettono in luce tre conseguenze problematiche dell’approccio neoliberale quando si ricorre al consumer welfare per valutare direttamente la liceità o l’illiceità dei comportamenti delle imprese nei mercati di concorrenza imperfetta.

TABLE OF CONTENTS:

Introduction. – PART I. THE VALUE OF COMPETITION AND THE SCOPE OF ANTITRUST LAW. – 1.

* Professore ordinario di economia politica, Università Cattolica di Milano; e-mail: michele.grillo@unicatt.it.

The social value of competition. – 2. The passage from *free-entry* to *perfect* competition and the roots of antitrust. – PART II. ANTITRUST AND THE NOTION OF CONSUMER WELFARE. – 3. The surplus of consumer from analytical corollary to antitrust goal. – 3.1. Structuralism. – 3.2. The Chicago School. – 3.3. The post-Chicago synthesis. – 4. Challenges of Consumer Welfare as antitrust goal.

Introduction.

Over the last decades, concern about the consumer welfare has been gaining wide acceptance as the single antitrust goal, substituting for a previous more vague *structural* approach that rested on the *structure-conduct-performance* (SCP) paradigm. The SCP paradigm held that market performance hinges on firms conduct, while conduct in turn hinges on market structure. Hence, structuralism in antitrust condemned market practices artificially reducing market thickness because they are *objectively* anticompetitive. We owe to Robert Bork the surge of the so-called *consumer welfare standard*. Bork harshly criticized structuralism for making antitrust a policy at war with itself¹. The critical flaw of structuralism was lack of a consistent theory of competition when large-scale undertakings are the source of competitive efficiencies. Emphasizing that firm behaviour need have an adverse efficiency effect on market equilibrium in order to be illegitimate, Bork forcefully steered antitrust analysis towards a *more economic* approach. Bork's criticism gave rise to a *neo-liberal* bent in antitrust claiming that maximization of the consumer welfare is the appropriate and accurate overall antitrust goal, because welfare of consumers provides the proper measure of the efficiency of a market equilibrium.

While plausible, to establish a positive link between market efficiency and the welfare of consumers requires appropriate analytical foundations. We are in need of an intermediating variable, namely, organization of the underlying production process, in order to specify such foundations adequately. Due to the substantially indirect relationship between market efficiency and the welfare of consumers, we incur therefore serious risks of misconceiving the *efficiency* grounds of antitrust law when taking consumer welfare as the straightforward criterion to assess the lawfulness of firms' competitive behaviour in imperfectly competitive markets. The purpose of this note is to analyse such risks by shedding light on a number of mistaken implications of the neoliberal approach in antitrust due to its direct focus on the notion of consumer welfare as the antitrust goal.

The organization of this note is as follows. The first part discusses the social

¹ See R. BORK, *The antitrust paradox: A policy at war with itself*, New York, Basic Books, 1978.

value of competition and the scope of antitrust law. More specifically, section 1 emphasizes the connections between competition and social division of labour, while section 2 argues that the economic roots of antitrust lie in the passage from 18th century notion of *free-entry* competition to 19th century notion of *perfect* competition. The second part of the paper focuses on consumer welfare in antitrust. Section 3 retraces three main phases of antitrust to show how the relevance of consumer surplus has evolved along the 20th century, from being an ancillary corollary of the working of competition to becoming the sole antitrust goal. Section 4 then discusses three main challenges arising today when antitrust assessment focuses directly on consumer surplus in order to detect the lawfulness of firms' competitive behaviour.

PART I. THE VALUE OF COMPETITION AND THE SCOPE OF ANTITRUST LAW.

1. *The social value of competition.*

Due to the inherent interdisciplinary character of antitrust, an explicit premise of value is in order. In economic analysis, consumer surplus is the area lying under the demand curve for a given commodity and above the price paid by consumers for the commodity. The area measures the share accruing to consumers of the surplus arising from all market exchanges of a given commodity, while the remaining surplus accrues to producers. Yet, we should not infer from such distributional feature that assuming maximization of the consumer surplus as the antitrust goal means that antitrust law aims at protecting consumers, let alone in contrast with producers, interest. To see the point, we need delve into the analytical grounds for attributing social value to competition. As the last question has received assorted answers in the history of economic thought, a brief retracing of the evolution of the notion of competition is also helpful to the purpose.

In the second half of the 18th century, classical political economists identified the source of the wealth of nations in social division of labour. Within this framework, they understood and appreciated competition as the best non-authoritative way to realize the *optimal* division of labour in society. More specifically, classical economists defended market competition on a twofold argument. First, competition pushes the price of any commodity to its *minimum* production cost, annihilating thereby all excess profits accruing to commodity producers. Second, when every production process is ruled by competition, the overall vanishing of excess profits allows only social subjects able to produce the commodity at its minimum cost – namely, only those enjoying a comparative advantage in producing the commodity – to actively participate in the market *as producers*. In other words, the distributional properties of the competitive equilibrium deserve attention only due to their implications for efficiency. They do not matter *per se*.

The essential point is that, as a result of the zero-profit condition to which every competitive market equilibrium converges, division of labour urges any social subject to perform the task for which he is better endowed with respect to all his social fellows.

The classical theory of market competition has two straightforward implications. First, we need acknowledge as a tautology that, for every profile of consumers' reservation prices, whenever the price of any commodity equals its minimum production cost the surplus accruing to consumers takes its maximum value, with the corresponding surplus accruing to producers being at its minimum. Second, the circumstance that consumer surplus is at its maximum as the result of the working of competitive markets is no more than an ancillary effect of how competition works. The reason for society to value free competitive markets is that they prove to be a non-coercive way to achieve the efficient division of labour in society.

Observe moreover that, from classical theory of competition, we cannot infer any need to legally binding the behaviour of market agents, not even with a view at inhibiting them from exercising economic power. According to classical theory, competition is in itself conducive to the vanishing of any sort of economic power. *Antitrust law*, as we today acknowledge it, was therefore literally unknown both to the institutional experience of the then rising capitalism as well as to classical analysis of competitive markets. Classical economists believed that any hurdle preventing any economic agent from freely determining its own role in social division of labour, namely any hindrance to competition, comes only from *institutional* barriers. Thus, far from envisaging a task for what subsequently came to be antitrust law, they simply assumed removal of institutional barriers enough for competition to deliver on its promises.

2. *The passage from free-entry to perfect competition and the roots of antitrust.*

To catch the roots of antitrust law, we need call into play the crucial advance marked by 19th century *neoclassical* theory of perfect competition with respect to 18th century *classical* theory of competition as free entry. In agreement with classical economists, neoclassical economists identified as well the social value of (well-functioning) competitive markets in their being conducive to efficient division of labour. However, they disagreed with their predecessors as to the *conditions* under which we are entitled to assume that competition actually operates in such a way as to be socially valuable. More specifically, neoclassical economists were unhappy with an unqualified assessment that unfettered market free-entry is enough for giving rise to socially efficient division of labour. In contrast, they were concerned with the hurdles to competition arising from market power en-

joyed by competing agents whenever the latter are able to behave in such a way as to modify the market equilibrium price of the commodity. Neoclassical economists emphasized that whenever economic agents have market power – namely, have the power to affect market equilibrium prices – society faces a market external effect, or a *market externality*. Being the source of an inherent conflict, between the behaviour of the individual agent and the interests of society as a whole, market power hinders the emergence of an efficient market equilibrium. In fact, it prevents the market price of the commodity from converging to its minimum production cost. Thus, in contrast with the classical view, neoclassical economists came to the much less optimistic conclusion that in order to rely on market competition as a vehicle for efficient division of labour in society we are in need of a far more severe assumption, namely lack of market power forcing agents to act as *price-takers* in *perfectly* competitive markets.

The neoclassical notion of perfect competition has a surprising property. Under perfectly competitive *ideal* conditions, lack of market externalities associated with individual behaviour accommodates also *economic* freedom within the realm of J.S. Mill's principle of individual liberty². The principle claims that no interference with individual free agency, let it come from the State as well as from any other social institution, can be ethically justified if the consequences of individual action only concern the agent's own well-being, while leaving any other agent unaffected. A crucial implication is that, provided we assume that economic agents are rational, market economic liberty and market efficiency are two sides of the same coin under perfectly competitive conditions.

A century-long tradition of advances in economic analysis has made clear that, though no real-world market ever satisfies the abstract conditions guaranteeing absence of market externalities, the neoclassical notion of perfect competition help us identify *limit* benchmark market conditions ultimately hinging on technology and demand. Any real world market equilibrium is the closer to the equilibrium emerging under the limit conditions of perfect competition the smaller is the efficient size of firms and the larger the dimension of demand. Thus, in the limit scenarios in which the efficient size of the firm converges to zero or the dimension of demand grows indefinitely, the economic power of any market agent eventually vanishes together with any market externality. Economic analysis proves moreover that, under such circumstances, free entry competition – namely the classical notion of competition – operates in such a way as to letting the conditions qualifying the neoclassical notion of perfect competition ultimately emerge in the market³.

²J.S. MILL, *On Liberty*, 1859, in *The collected works of John Stuart Mill*, ed. by J. M. ROBSON, Toronto, University of Toronto Press, 2014.

³I have specifically analysed the point in M. GRILLO, *Market Competition, efficiency and economic liberty*, in 70(4) *International Rev. of Econ.*, 2023, 437.

Observe that, as the *fundamentals* about technology and demand approximate to a perfectly competitive *ideal* setting, any ground for *policy* intervention in the market beyond removal of institutional barriers vanishes away. In other words, there is still no need of *antitrust law*. The inherent ground for antitrust law inescapably lies therefore in imperfections of *real-world* competitive markets, more precisely in the circumstance that market externalities associated with economic agents' behaviour are the source of intrinsic conflicts between spheres of individual autonomy of economic agents. Such conflicts obstruct efficient division of labour in society because they admit of equilibrium market prices higher than minimum production cost at the same technological conditions.

Yet, whereas imperfect competition proves to be the inherent realm of antitrust, it does not follow from its pervasiveness in real-world markets that the task of antitrust law is to address, let alone modify, the conditions on which the imperfections of competition rest. First, the latter ultimately hinge on physical and psychologic conditions underlying technology and demand. Thus, to modify them is out of reach of antitrust law. Second, even if there is room for making the environment in which market economic agents interact *more competitive*, the task typically involves the power of government. Antitrust law addresses private, not public, behaviour. What antitrust rules may do is to delimit agents' behaviour, *i.e.*, *restrict* their market autonomy, under imperfectly competitive circumstances. By classifying behaviour beyond such limits as illegal, antitrust rules aim at moulding the choice set of agents to prevent the latter from acting in such a way as to give rise to inefficient social division of labour in imperfectly competitive markets.

We may summarize the contribution of economic analysis to the identification of the goal of antitrust along three crucial results. First, competition gets its social value in its being a non-coercive way to achieve the efficient division of labour in society. Second, to pursue specific results with respect to the distribution of the surplus of the exchange between consumers and producers is an improper task for antitrust. Third, it is outside the scope of antitrust to modify the economic environment to make markets *more competitive*. The way by which antitrust law operates is by delimiting the autonomy of economic agents in imperfectly competitive markets in order to induce them to behave in such a way as to avoid, or at least minimize, the emergence of market equilibria that might be conducive to inefficient division of labour in society.

PART II. ANTITRUST AND THE NOTION OF CONSUMER WELFARE.

3. *The surplus of consumer from analytical corollary to antitrust goal.*

Albeit for reasons largely independent of protecting a specific class of agents in the economic arena, it has always been common in antitrust to look at welfare

of consumers as a benchmark when assessing how to delimit the autonomy of economic agents in imperfectly competitive markets. Yet, the role played by the notion of consumer welfare has undergone a significant change in the last decades. More specifically, concern with the *systemic* drawbacks of imperfect competition on social division of labour has been normally associated in antitrust with focusing on consumer welfare as a simple presumptive measure of the imperfection of competition in the specific market. In contrast, in recent years, a prevailing *neo-liberal* approach has been stressing the need to check every single case in the light of the *specific* efficiency properties of the equilibrium resulting from market behaviour under assessment. Accordingly, firm specific behaviour is always legitimate as long as no “efficiency harm”, *i.e.*, no loss of efficiency, hinges on it. This view has led to the claim that maximization of consumer welfare is the sole goal of antitrust. In what follows, I will discuss the emergence of the neo-liberal approach by briefly retracing three main phases of the history of antitrust along the XX century, namely: (i) structuralism; (ii) the Chicago School; (iii) the so-called post-Chicago synthesis. As I will argue in detail below, the neo-liberal approach receives large support from post-Chicago advocacy of a “more economic” approach in antitrust.

3.1. *Structuralism.*

Economic analysis first entered antitrust through structuralism. Since the beginning, economists saw their contribution as a systematic attempt at sorting out a unifying picture of the *normative grounds* of antitrust, from among a plurality of public goals that, in early days, interpreters usually reconstructed from parliamentary debate – such as, for instance, dispersion of economic power, satisfaction of consumers, or protection of the competitive process.

Structuralism in antitrust rested on a general result of the then prevailing economic theory of imperfect competition. The theory established that, in imperfectly competitive markets, a positive relationship exists in equilibrium between the degree of industry concentration and the excess profits accruing to firms. A measure of the latter is industry mark-up, *i.e.* $\frac{p-c}{p}$.

As the numerator increases with the excess of the commodity price over the minimum production cost of the commodity, mark-up varies inversely with the overall amount of consumer surplus. Thus, the mark-up also assesses the degree in which imperfect competition due to industry concentration threatens the attainment of inefficient division of labour. Along several decades, the theory has given support to an overall interpretation of antitrust law censoring firm strategies artificially reducing the dispersion of industry structure as illegal market behaviour.

A main strength of structuralism was that to provide a framework whereby

consumer surplus plays a crucial role as a benchmark for market competition, not only with regard to the economic issue of market efficiency, but also with regard to the political issue of economic freedom. In fact, antitrust structuralism is concerned with market *liberty* as well as with market *efficiency*. With respect to the former, any reduction in industry dispersion reduces the scope of economic liberty because it enlarges the conflict between spheres of agents' autonomous behaviour by increasing the extent of market externalities. With respect to the latter, any enlargement of the gap between the price and the minimum production cost of the commodity resulting from a reduction in industry dispersion reduces efficiency in social division of labour.

3.2. *The Chicago School.*

Efficient organization of social division of labour is the concern of Chicago School as well. At the very roots of the Chicago School was the highly theoretical research – undertaken in the Thirties of the 20th century by the young Londoner socialist, as well as economist, Donald Coase – about the causes of the extent of decentralized, *vis-à-vis* authoritative, organization of production in capitalist economies⁴. Coase suggested that the prevailing institutional organization hinges on a comparative analysis of the respective *transaction costs*, namely on the efficiency comparison of the costs that owners of production factors have to bear by governing transactions through the *market*, *vis-à-vis* the costs of running a *firm* as a *hierarchy*. More specifically, the firm supersedes market decentralization whenever the costs of authoritatively managing arrangements among owners of production factors *within the firm* are lower than the bargaining costs the same owners of production factors have to bear when dealing with analogous arrangements through *market* transactions. The modern theory of the firm largely expands on Coase result. Today economic theory describes the firm as the result of an agreement among owners of production factors who delegate to a single subject – in most prevailing circumstances the one conferring the capital factor – the residual rights of control, namely the right to take residual decisions under non-contractible circumstances⁵.

Elaborating on the theory above, the Chicago School of Law & Economics has heralded a general *anti-structural* reading of vertical relations among firms in competitive markets. On the one hand, the Chicago School concedes that, by intrinsically reducing the thickness of markets for the exchange of production fac-

⁴ D. COASE, *The nature of the firm*, in 4(16) *Economica*, 1937, 386.

⁵ Classic reference to the modern theory of the firm includes: O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, Macmillan Publishers, 1975; S. GROSSMAN, O. HART, *The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration*, in 94(4) *J. of Political Econ.*, 1986, 691; O. HART, J. MOORE, *Property rights and the nature of the firm*, in 98(6), *J. of Political Econ.*, 1990, 1119.

tors, hierarchical relations resulting from vertical agreements also reduce the degree of market competition, as envisaged by standard antitrust structuralism. However, Chicago scholars underline that the general goal of vertical agreements is to explicitly substituting an (efficient) hierarchical relation for a (less efficient) market transaction, precisely in pursuit of the efficient organization of production, hence of social division of labour. Therefore, it would be thoroughly inconsistent to assess vertical agreements through the lenses of the working of competition in the *market*. Antitrust law need appreciate vertical relations among firms *per se*.

The Chicago School also heralds a parallel *anti-structural* reading of abuses of market power, though by means of a different analytical approach. According to the general argument, it is never rational, even for a firm endowed with market power, to implement a strategy aiming at excluding competitors from the market, unless the excluding firm confidently enjoys an efficiency advantage over competitors. By expanding the general argument above in the specific case, the Chicago School analyses several antitrust offences envisaged by the Sherman Act, second section, such as predatory pricing or exclusionary deals.

In accordance with both readings, Chicago scholars acknowledge that the surplus arising from higher efficiency – either due to the hierarchical organization of the firm with respect to a market transactions, or to the competition on the merit on which exclusionary strategies rest – accrues to the firm as excess, rather than normal competitive, market profits. They however discard the typical concern of antitrust structuralism according to which excess profits obstruct the working of market competition by leaving room for a socially inefficient division of labour to emerge in a long run. A crucial postulate of the Chicago School claims that firms always take strategies increasing the producer surplus for efficient reasons by acting in competitive environments. A firm enters a hierarchical relation with another firm in a competitive upstream environment. The efficiency advantages allowing for exclusionary strategies are at equal reach of any other competitor of the firm in an open environment. Hence, upstream or backward competition always puts in motion a downward movement of price, whenever the latter should result in excess profits. In a long run, the price reduction annihilates excess profits, thus inducing the attainment of efficient division of labour.

It is worth stressing that Chicago postulates reliance on competitive environments behind vertical agreements and exclusionary strategies. In antitrust case law, we find scant evidence of accurate tests that upstream or backward environments are adequately in operation and competitive. The typical way in which court decisions avail themselves of the postulate is by emphasising that, in antitrust assessment, “false negatives are always to be preferred to false positives” because competitive forces always eventually prevail in a long run.

3.3. *The post-Chicago synthesis.*

The postulate that competition always eventually prevails allows Chicago not to depart from the classical defence of competition as the source of efficient division of labour in society. It took only to the so-called post-Chicago synthesis to lay the ground for turning the notion of consumer surplus from being an analytical corollary of the working of competition into becoming the overall goal of antitrust law. The label “post-Chicago” identifies today a systematic critical assessment of most Chicago views about antitrust, based on attentively reviewing them in the light of the game-theoretical advances in Industrial Organization in the Seventies and the Eighties of the 20th century⁶.

The post-Chicago synthesis differs from the standard Chicago approach in an essential aspect. Chicago was in search of a sort of *ontological* criterion of lawfulness or unlawfulness of market behaviour. The criterion essentially rests on the argument that the rational pursuit of efficiency in the organization of the social division of labour always makes firms’ behaviour legitimate. Yet, game-theoretical advances in Industrial Organization have made things much more complicated. In imperfectly competitive markets, antitrust offences typically contemplated under the general classes of vertical agreements and abuses of market power normally involve strategic behaviour by firms simultaneously having both efficiency and market power effects. The latter effects are the typical concern of antitrust structuralism. Enlightening the former effects is the typical contribution of the Chicago School. The crucial message of the post-Chicago synthesis is that both consumers and producers benefit from both effects in intricate and different ways. Market-power increasing strategies, because they raise consumers’ reservations prices, or reduce the production costs, of the commodity, at the same time often enlarge the benefit for consumers, through a better quality of the commodity or a lower market price. Even lower prices not hinging on lower production costs may benefit consumers. In other words, the antitrust assessment always faces an essential ambiguity, about whether efficiency (thus, *competitive*) or market power (thus, *anticompetitive*) effects prevail overall. As both effects reverberate on the consumer surplus with opposite sign, the Consumer Welfare Approach comes to

⁶ It is worth observing that the focus on consumer surplus as the appropriate test of the efficient operation of a market was in tune with a big research question of the time, wondering about several alternative non-monopoly explanations of business practices raising a firm’s market power. Coase (D. COASE, *Industrial organization: a proposal for research*, in *Policy Issues and Research Opportunities in Industrial Organization*, ed. by V.R. FUCHS, 1972, New York, National Bureau of Economic Research, 59) enlightens the point very well. As Coase notices «If an economist finds something - a business practice of one sort or another - that he does not understand, he looks for a monopoly explanation. And as in this field we are very ignorant, the number of un-understandable practices tends to be very large, and the reliance on monopoly explanation, frequent».

the conclusion to make consumers the ultimate arbitrator, thus pinpointing maximization of consumer welfare as the ultimate goal of antitrust. Firm behaviour is lawful (then, *pro-competitive*) whenever it leads to a market equilibrium whereby the consumer surplus increases; unlawful (then, *anti-competitive*) whenever it reduces the consumer surplus⁷.

4. Challenges of Consumer Welfare as antitrust goal.

Turning an ancillary effect of the working of competition into the goal of antitrust law is fraught with consequences, not least because in several regards it changes our perspective on the task of competition in market societies. In the following, I dwell on three specific, albeit challenging, points.

My first point concerns a considerable alteration in the received attitude to view competition as an overall mechanism interconnecting behaviour of all social subjects participating in division of labour. For both classical and neoclassical economists competition is a non-coercive *system* of inducing every individual to perform the task most appropriate to his own comparative advantage. When competing in a well-ordered market system, any individual may confidently expect to contribute to the society to which he belongs by enhancing his own best talents. Hence, following the received view, society need appreciate the *market* as a fully inclusive and cooperative *system* of efficiently managing all economic activities. Structuralism and Chicago School share both the view of the competition as a system, thus locating the ultimate goal of antitrust in preventing its imperfections from hindering efficient division of labour. In contrast, the consumer welfare approach heralded by the post-Chicago synthesis forgoes the prospect of competition as an inclusive and cooperative social system, in favour of a parcelled analysis of each single element of the whole set of market relations. Thus, post-Chicago scholars restrict each time analysis to the arrangement of the single transaction, simply interpreting the competitive interaction as a specific application of a sort of *Darwinian* process of natural selection⁸.

⁷ According to Hellwig (M. HELLWIG, *Effizienz oder Wettbewerbsfreiheit? Zur normativen Grundlegung der Wettbewerbspolitik*, in C. VON ENGEL, W. MÖSCHEL (Herausgeber), *Recht und spontane Ordnung. Festschrift für Ernst-Joachim Mestmäcker zum achtzigsten Geburtstag*, Baden-Baden, Nomos-Verlag, 2006, 231) consumer welfare as the overall normative ground allows antitrust law to consistently subsume also the political issue of market freedom under the economic issue of market efficiency. Hellwig explicitly refers to Mestmäcker (E. J. MESTMÄCKER, *Die Interdependenz von Recht und Ökonomie in der Wettbewerbspolitik*, in MONOPOLKOMMISSION, *Zukunftsperspektiven der Wettbewerbspolitik*, Nomos-Verlag, Baden-Baden, 2005, 19) who puts forth the issue of market freedom under a novel approach. Mestmäcker emphasizes the intrinsic antitrust antinomy, between the market freedom of the firm whose behaviour is under antitrust assessment and the market freedom of firms bearing the consequences of the same behaviour. According to Hellwig, the overall effects of firm behaviour on the consumer welfare provides the appropriate criterion to solve the antinomy.

⁸ Denozza (F. DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i*

My second point concerns the conceptual link between competition as a mechanism to select the *winner* against a whole army of *losers* in the specific transaction and the backward-looking, short period, assessment of lawfulness or unlawfulness of competitive behaviour invoked by the consumer welfare standard. According to post-Chicago scholars, behaviour is lawful as long as it induces short-period changes of the equilibrium price and quantity implying an enlargement of the consumer surplus. A most conspicuous evidence of the backward-looking approach is the test for abusive exclusionary strategies according to which exclusion of an *as-efficient competitor* is a necessary condition for abusive behaviour. Declaring that antitrust law should never *punish* a firm for successfully winning a competitive contest with a less-efficient rival, the rhetoric of the *as-efficient competitor* test makes clear that post-Chicago scholars limit antitrust assessment entirely on past behaviour. The backward-looking approach definitely immunizes therefore a firm having obtained market power for efficiency reasons⁹. Yet, by backwardly restricting assessment to the analysis of *yesterday* efficiency, the consumer welfare standard is doomed to ignore whatever effect on *tomorrow* competition resulting from market power admittedly acquired through superior performance. At best, the backward-looking approach implicitly assumes *yesterday* efficiency to be the best signal of *tomorrow* efficiency. However, when neglecting any benefit arising from future competitors, including the benefit possibly deriving tomorrow from a firm qualifying today as less efficient, the consumer welfare standard misses the unpredictable, the unconceived, ultimately the substantial grounds on which market societies assign value to ‘freedom to compete’¹⁰.

My third point concerns a crucial anthropological postulate of the neoliberal approach lying behind the consumer welfare standard. The postulate is not novel in economic analysis. It is in fact implicit in the notion perfect competition when assuming full substitutability among economic agents, namely, that every single agent always has a replica within the set of the economic agents. However, the consumer welfare standard crucially extends the postulate from *ideal* conditions of perfect competition to the *real* world of imperfectly competitive markets. Yet, the extension is in tension with a largely shared anthropological premise of mar-

difetti di due teorie neoliberali, in this *Journal*, this issue) detects a crucial neo-liberal root of the consumer welfare standard in post-Chicago methodology approaching to the whole system of social relations by means of parcelled analyses.

⁹ In *Verizon Communications Inc. v. Law Office of Curtis V. Trinko, U.S.* 2004, the Supreme Court has accepted this view, establishing that antitrust law grants full immunity to the monopolist achieving and maintaining its monopoly position by relying on superior performance. In European competition law, the Commission Guidance paper on the enforcement priorities in applying Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings has also embraced the *as-efficient competitor* test.

¹⁰ See E. FOX, *The modernization of antitrust: a new equilibrium*, in 66(6) *Cornell L. Rev.*, 1981, 1140.

ket liberalism. In his essay *On Liberty*, John Stuart Mill acknowledges that the principle of individual liberty, resting on absence of external effects of individual behaviour, does not support economic freedom, because market externalities inherently affect trade. Mill devotes therefore the last chapter of his essay to the search of an alternative basis on which to defend economic liberty in real world markets inescapably replete with externalities. Mill's argument is that individual economic liberty deserves support because human beings are all diverse from one another and each unique in his own way. Being unique and not substitutable in himself, every individual is the source of unique contribution to social welfare. Thus, to restrict individual freedom, even to prevent individual behaviour from affecting the interests of other social subjects, deprives society of an unpredictable source of collective benefit¹¹.

Taken together, the three challenges described above condense the risks of focusing on consumer welfare as the antitrust goal. The post-Chicago claim, according to which firm behaviour is always legitimate whenever it enlarges consumer welfare, hinges on full substitutability of economic agents, as a necessary condition to rely confidently only on the ex-post assessment of the single specific transaction. By contrast, awareness that every single individual is the potential source of unique contribution to social welfare urges us to exalt the systemic value of open competitive environments. Hence, in contrast with the prescriptions currently associated with the consumer welfare standard, antitrust should essentially be concerned with ultimately preventing that, in imperfectly competitive markets, even a consumer-welfare-maximizing equilibrium reached today becomes the source of adverse efficiency consequences of tomorrow competition.

¹¹ I. BERLIN, *John Stuart Mill and the ends of life*, in *Four essays on liberty*, Oxford, Oxford University Press, 1969 comments that «Mill broke with the pseudoscientific model of a determined human nature». Berlin observes that, by hinging on the assumption of a determined human nature, the postulate of full substitutability among economic agents implies that under similar circumstances we cannot but expect every individual to act in the same way as any other social subject.

Il «*consumer welfare approach*» nei recenti documenti della Commissione europea in materia di antitrust

The ‘consumer welfare approach’ in the recent antitrust documents of the European Commission

Alessandra Zanardo *

ABSTRACT:

Il presente scritto si propone di indagare se i più recenti atti e documenti della Commissione europea in materia di antitrust forniscano elementi in favore di un (parziale) superamento, o di una rivisitazione, dell’approccio tradizionale che vede nel benessere dei consumatori (c.d. *consumer welfare*) la primaria finalità del diritto antitrust dell’Unione europea. A tal fine l’attenzione sarà concentrata sugli orientamenti e linee direttrici della Commissione in materia tanto di intese restrittive della concorrenza quanto di abusi di posizione dominante, nonché su due interessanti *Competition policy briefs* della Direzione generale della concorrenza della Commissione.

This paper aims to examine whether the most recent antitrust acts and documents of the European Commission provide elements in favour of (partially) overcoming or revisiting the traditional approach that sees consumer welfare as the primary objective of European antitrust law. In particular, the focus will be on the Commission’s guidelines and guidance on both restrictive agreements and abuses of dominant position, as well as on two interesting ‘Competition policy briefs’ from the Commission’s DG COMP.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Aspetti definatori: l’ambiguo significato dell’espressione “*consumer welfare*”. – 3. Il quadro degli interventi della Commissione europea: orientamenti e linee direttrici. – 4. Uno sguardo conclusivo ai *Competition policy briefs*.

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università Ca’ Foscari Venezia; e-mail: alessandra.zanardo@unive.it.

1. Premessa.

Nella sua densa e stimolante relazione introduttiva Francesco Denozza si è occupato – con accenti condivisibilmente critici – del concetto di, e della “cultura” del, *consumer welfare*: concetto centrale, come è emerso dalla relazione, nell’ambito del dibattito sull’*appropriate standard for competition policy*, dove «ha spostato il baricentro [...] dalla difesa generale della struttura concorrenziale dei mercati, verso l’esame degli effetti immediati che singole pratiche possono avere sui consumatori in esse coinvolti»¹. A questo sarà dedicato il presente intervento, nel quale ci si prefigge precipuamente di indagare se i recenti atti e documenti della Commissione europea in materia di antitrust possano fornire elementi in favore di un (parziale) superamento – o di una rivisitazione – dell’approccio che vede proprio nel benessere dei consumatori la primaria finalità del diritto antitrust dell’Unione europea: ossia, in termini riassuntivi, lo *standard for competition policy*².

Questo approccio è ancora prevalente in molte giurisdizioni e ha costituito, per lungo tempo, un *Leitmotiv* nell’ambito delle *Guidelines* e nei *Guidance Papers* della Comunità/Unione europea sulle intese restrittive della concorrenza e sugli abusi di posizione dominante. La sensazione è che qualcosa stia cambiando, e non solo nelle affermazioni di principio contenute nei documenti delle istituzioni dell’Unione europea o negli interventi dei loro rappresentanti. Si tratta di capire se questa sensazione trovi anche effettivo riscontro nell’attività regolatoria e nelle prassi applicative della UE.

Per meglio delineare il campo d’indagine, si precisa che le considerazioni che seguiranno non contengono un giudizio di valore sulla correttezza e/o preferibilità dell’adozione del *consumer welfare approach* nel diritto antitrust, limitandosi a descrivere il quadro che, in relazione a siffatto approccio, si è andato via via (e si sta) delineando nel contesto europeo.

Inoltre, affinché l’indagine abbia una qualche significatività e possa fornire spunti al dibattito, è opportuno soffermarsi brevemente sul significato dell’espressione “*consumer welfare*”, la cui ambiguità è stata da tempo evidenziata dalla vasta letteratura (soprattutto statunitense) in materia e che è spesso evocata attribuendo a tale espressione significati, e contenuti, parzialmente diversi³. A que-

¹ F. DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali*, in questo fascicolo della *Rivista*, 591.

² Lo «standard for competition policy sets out how the relevant authority, be it an administrative body or the court, discerns positive outcomes from negative ones and hence determines preferences over different expected states of the world. It provides the underlying principle to how competition law is interpreted»: v. OECD, *The Consumer Welfare Standard - Advantages and Disadvantages Compared to Alternative Standards*, *OECD Competition Policy Roundtable Background Note*, 2023, reperibile all’indirizzo www.oecd.org/daf/competition/consumer-welfare-standard-advantages-and-disadvantages-to-alternative-standards-2023.pdf, 5 e 9 s.

³ La questione è accennata anche nella relazione di F. DENOZZA, (nt. 1), 590 s., nt. 4.

sto sarà dedicato il paragrafo successivo, non senza aggiungere che nei trattati istitutivi della UE non c'è alcun testuale riferimento al concetto di *consumer welfare*, mentre l'art. 3 TUE richiama il *well-being* – tradotto in italiano sempre con la parola “benessere” – *of its peoples* come uno degli obiettivi della UE. Anche da ciò l'utilità di inserire nel presente intervento una breve parentesi relativa agli aspetti definitori.

2. *Aspetti definitori: l'ambiguo significato dell'espressione “consumer welfare”.*

L'espressione “*consumer welfare*”, il cui utilizzo nell'ambito della disciplina antitrust risale agli anni Sessanta e alla Scuola di Chicago e del quale si è tributari al giudice Robert H. Bork e alla sua celebre opera «*The Antitrust Paradox*»⁴, ha evocato e si è arricchita, nel corso degli anni e nei vari contesti economici e regimi giuridici in cui si è diffusa⁵, di contenuti e accenti diversi⁶. Ciò anche alla luce del significato che all'espressione aveva attribuito, partendo dal modello della *perfect competition*, Bork; significato ritenuto da molti studiosi ambiguo o *misleading*⁷.

⁴ R.H. BORK, *The Antitrust Paradox: A Policy at War with Itself*, New York, Basic Books, 1978. Per una disamina riassuntiva degli aspetti più salienti e controversi dell'opera, ai fini che qui rilevano, si rimanda a B.Y. ORBACH, *The Antitrust Consumer Welfare Paradox*, in 7(1) *J. Comp. Law Econ.*, 2011, 133 ss.; v. altresì H.J. HOVENKAMP, *Antitrust: What Counts as Consumer Welfare?*, Faculty Scholarship at Penn Carey Law, 2020, reperibile all'indirizzo https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2194, in part. 9 ss.

⁵ Rileva D. GOUPOU, *All 'antitrust' roads can lead to sustainability*, in EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR COMPETITION, *Young experts' views on the greening of competition policy – Special issue*, European Commission, 2021, 2, che «each one of those competition regimes perceives the consumer welfare standard in a different way due to the different political and economic circumstances prevailing in a geographical area. Thus, it would not be far-reaching to argue that consumer welfare standard is a context-specific notion that embodies the peculiarities of the markets in the different jurisdictions».

⁶ Come ben evidenzia l'OECD, (nt. 2), 11, «beyond differing views on its merits, there is also disagreement on what it actually is».

⁷ V. H.J. HOVENKAMP, (nt. 4), 12, il quale afferma che «Bork also did antitrust an important disservice by naming his version of the welfare tradeoff approach “consumer welfare,” even though it expressly took into account the combined welfare of consumers and producers. That conception of “consumer welfare” haunts antitrust to this day». Parimenti utile, ai fini della piena comprensione del contesto in cui sono maturate espressioni centrali nell'analisi degli obiettivi del diritto antitrust e riprese, spesso acriticamente, in molti ordinamenti, la disamina di B.Y. ORBACH, (nt. 4), 136 e 138, ove si sottolinea che «*The Antitrust Paradox* ended the debate over the stated goals of antitrust law and opened a new debate over the meaning of the term “consumer welfare.” Antitrust scholars have known for many years that Bork was “confused” when he used the term “consumer welfare.” Yet, we have failed to inform courts who borrow from Bork's terminology that they are relying on

In particolare, l'ampio dibattito sul «true consumer welfare standard»⁸ si è concentrato sulla nota contrapposizione tra “*consumer surplus*” e “*total surplus*”.

Nella sua tradizionale (e restrittiva) accezione economica, il *consumer welfare* evoca (o sembra evocare)⁹ il concetto di efficienza allocativa e si riferisce precipuamente al *consumer surplus*¹⁰, ossia al benessere percepito dagli acquirenti-consumatori (*end consumers*) quando acquistano un prodotto, quale differenza tra ciò che essi pagherebbero per un bene e ciò che effettivamente pagano. Un chiaro riferimento all'efficienza allocativa, nei documenti della Commissione europea, si legge nella comunicazione «Linee direttrici sull'applicazione dell'articolo 81, paragrafo 3, del trattato» del 2004¹¹, i cui punti 13 (da dove si cita) e 33 prevedono che «l'obiettivo dell'articolo 81 è tutelare la concorrenza sul mercato come strumento per incrementare il benessere dei consumatori e per assicurare un'allocatione efficiente delle risorse»¹²; nonché nella comunicazione «Linee direttrici sull'applicazione dell'articolo 81 del trattato CE agli accordi di trasferimento di

flawed analysis and misleading economic terminology» (p. 136); e si conclude che «the cause of the unreasonably long debate over antitrust standards is Bork's successful campaign to persuade the antitrust world that antitrust laws are a “consumer welfare prescription,” when the term was undefined and when nobody, including Bork himself, believed that antitrust courts should protect consumer welfare as the term is defined in economics» (p. 138). V. inoltre R.D. BLAIR, D.D. SOKOL, *The Rule of Reason and the Goals of Antitrust: An Economic Approach*, in 78(2) *Antitrust L.J.*, 2012, 471 ss., i quali pure evidenziano come «the ambiguity arose as a result of Bork's use of the term “consumer welfare” when he meant total welfare» (p. 473) e come Bork «analyzed the legislative intent of the Sherman Act. He argued that economic efficiency should be the guiding principle, which means total welfare, but he called this “consumer welfare.”» (p. 476); S.C. SALOP, *Question: What Is the Real and Proper Antitrust Welfare Standard? Answer: The True Consumer Welfare Standard*, in 22(3) *Loy. Consumer L. Rev.*, 2010, 347 s. e 353, il quale conclude che «the current antitrust welfare standard is the *true* consumer welfare standard. It is not the aggregate economic welfare standard that was confusingly mislabeled by Judge Bork as the consumer welfare standard».

⁸ Espressione ricorrente negli autori qui citati e, più in generale, negli autori che si sono occupati delle finalità del diritto antitrust.

⁹ Cfr. R. PARDOLESI, *Tutto (o quasi) quel che avreste voluto sapere sul principio del consumer welfare in diritto antitrust*, in questa *Rivista*, 2021 (fasc. spec.), 317 ss., secondo il quale la pretesa sovrapposizione tra l'obiettivo di promuovere l'interesse dei consumatori e l'obiettivo di implementare l'efficienza allocativa, sul presupposto che i due concetti coincidano, «è messa in crisi dall'ambiguità del secondo termine nell'elaborazione di chi l'ha prepotentemente messo al centro del dibattito: Robert H. Bork, nel celebre libro (*The Antitrust Paradox*, 1978) che ha fatto da bibbia al nuovo corso, ricorre alla formulazione *atecnica* di “consumer wealth”» (enfasi aggiunta).

¹⁰ Preferisce utilizzare l'espressione «*true consumer welfare*» (enfasi dell'A.) S.C. SALOP, (nt. 7), 336.

¹¹ GU C 101 del 27 aprile 2004, p. 97.

¹² Va detto, peraltro, che il successivo punto 105, interpretando la condizione di esenzione della non eliminazione della concorrenza, stabilisce che «in altre parole, l'obiettivo ultimo dell'articolo 81 è proteggere il processo concorrenziale». Lo evidenzia anche S. ALBÆK, *Consumer Welfare in EU Competition Policy*, in C. HEIDE-JØRGENSEN, C. BERGQVIST, U. NEERGAARD, S.T. POULSEN (eds.), *Aims and Values in Competition Law*, Copenhagen, DJØF Publishing, 2013, 69, nt. 4.

tecnologia» del 2004¹³ e in quella successiva del 2014¹⁴, dove, al punto 5, si precisa, quasi con le stesse parole, che «obiettivo generale dell'articolo 81 è quello di tutelare la concorrenza sul mercato in modo da accrescere il benessere dei consumatori e favorire l'allocazione efficiente delle risorse»¹⁵. Questa accezione (restrittiva) di *consumer welfare* è evocata, seppur in forma più attenuata, anche dal testo della comunicazione «Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti» del 2009 (punto 19)¹⁶. Tuttavia, la maggior parte dei riferimenti che i documenti della UE fanno ai consumatori – oppure al *consumer welfare* o *well-being* – nell'ambito della disciplina antitrust non è declinata, o non lo è esplicitamente, in un senso o in un altro¹⁷,

¹³ GU C 101 del 27 aprile 2004, p. 2.

¹⁴ Comunicazione della Commissione – Linee direttrici sull'applicazione dell'art. 101 TFUE agli accordi di trasferimento di tecnologia (GU C 89 del 28 marzo 2014, p. 3).

¹⁵ V. anche il punto 7 della comunicazione sull'applicazione dell'art. 81 TCE agli accordi di trasferimento di tecnologia, nel quale si precisa che «sia la legislazione in materia di proprietà di beni immateriali sia le regole di concorrenza perseguono un'analoga finalità, ossia accrescere il benessere dei consumatori e favorire l'allocazione efficiente delle risorse». In termini identici, nella versione in lingua inglese, e sostanzialmente analoghi, nella versione in lingua italiana, si esprimono i punti 5 e 7 della comunicazione del 2014.

¹⁶ GU C 45 del 24 febbraio 2009, p. 7. Ci si riferisce alla versione originaria del punto 19, ampiamente modificato dalla comunicazione della Commissione di marzo 2023 (su cui *infra*, par. 3, lett. c), la quale prevedeva che «nella presente comunicazione l'espressione “preclusione anti-concorrenziale” viene utilizzata per descrivere una situazione in cui l'accesso effettivo di concorrenti reali o potenziali a forniture o a mercati è ostacolato o eliminato a causa del comportamento dell'impresa dominante, e in cui è probabile che quest'ultima sia in grado di aumentare in modo redditizio i prezzi a scapito dei consumatori». Deve però aggiungersi che il punto citato, pur riferendosi testualmente al solo livello dei prezzi, rimandava in nota, per il significato dell'espressione «aumentare i prezzi», al precedente punto 11, dove era (ed è ancora) precisato che detta espressione «viene utilizzata per designare in forma abbreviata i vari modi in cui i parametri della concorrenza – quali prezzi, produzione, innovazione, varietà o qualità di beni o servizi – possono essere influenzati a beneficio dell'impresa dominante e a scapito dei consumatori».

¹⁷ S. ALBÆK, (nt. 12), 70, mette in luce anche il limitato uso, nei *policy documents* della UE, della stessa espressione “*consumer welfare*” (in favore dei termini “*consumers*” e “*customers*”). V. altresì R. PODSZUN, T. ROHNER, *Making Article 102 TFEU Future-Proof – Learnings from the Past, Comments for the European Commission's 2023 Call for Evidence regarding Guidelines on Article 102 TFEU*, Düsseldorf, April 2023, i quali (a p. 6) evidenziano che «despite initial attempts to apply this standard in individual cases (*Intel*), it hardly plays a role in the Commission's later decisions or in the decisions of the CJEU. Therefore, the consumer welfare standard cannot prevail». Da qui l'interrogativo se il «consumer welfare can encompass broader social objectives besides the short time price effects»: v. D. GOUPOU, (nt. 5), 3, la quale, richiamando i trattati istitutivi dell'Unione e la giurisprudenza della Corte di giustizia, conclude che «it seems that the notion of consumer welfare under articles 101 and 102 TFEU can and should focus on more than price effects. Consumer welfare as an objective of EU competition law should be informed by the Union's objective to promote sustainable development as envisaged in the founding Treaties and specified in the EU Green Deal».

contribuendo così al quadro di incertezza sull'effettiva portata e significato del riferimento al benessere dei consumatori nell'Unione.

Secondo una diversa accezione diffusasi tra gli economisti che si sono occupati di antitrust¹⁸ e che è prevalsa, nel corso degli anni, almeno nell'esperienza applicativa della UE e delle Corti europee¹⁹, l'espressione si riferisce invece, più propriamente, al “*total surplus*” o “*aggregate welfare*”, ossia al benessere percepito da acquirenti (*buyers*) e venditori (*producers*) in un dato mercato²⁰. In questa (più lata) accezione di benessere non si tiene conto dei trasferimenti di ricchezza tra *consumers* e *producers* o, altrimenti detto, della distribuzione del *surplus*²¹.

Nonostante permanga il disaccordo sull'ampiezza del significato di *consumer welfare*, lo standard del benessere dei consumatori è stato considerato, almeno per alcuni decenni, lo *standard* di *competition policy* predominante in molte giurisdizioni (e probabilmente lo è ancora)²².

¹⁸ Categoria nell'ambito della quale S. ALBÆK, (nt. 12), 70 ss., più dettagliatamente, distingue fra tre differenti posizioni: quella di coloro che sostengono che il *total welfare* debba essere il criterio da utilizzare, anche nei singoli casi; coloro per i quali il criterio corretto è il criterio del *consumer welfare*, ad esempio per i suoi effetti distributivi, e pertanto dovrebbe essere applicato in tutti i casi; coloro che riconoscono che il *total welfare* sarebbe in teoria il criterio corretto, ma ci sono argomenti per cui, in pratica, può essere preferibile utilizzare il criterio del *consumer welfare*.

¹⁹ In senso conforme, seppur cautamente, R. PARDOLESI, (nt. 9), 322 s., lì dove l'autore riconosce che, mentre non è dato prescindere dall'approccio economico, una piena conversione continentale al *consumer welfare* – o meglio, a quanto esso implica nell'orientare l'applicazione del diritto della concorrenza – incontra ancora resistenze, neppure clandestine; quando non appare persino smentita da talune sortite di vertice con cui la Commissione mostra di coltivare priorità diverse da quella della lotta ai cartelli in quanto nocivi in massimo grado per il benessere dei consumatori. V. altresì R. PODSZUN, T. ROHNER, (nt. 17), 8, i quali, dopo un richiamo dettagliato di parti della sentenza della Corte di giustizia nella causa *Servizio Elettrico Nazionale* (citata per esteso *infra*, alla nt. 23), concludono che «this language and these statements in the latest Court ruling, seen by some as consolidating the approach towards Article 102 TFEU, is a clear indication that the Court of Justice does not support a narrow consumer welfare-test. It attaches some meaning to the effects on consumers, but there is ample room for a more encompassing test».

²⁰ La differenza tra il *consumer surplus* e il *total surplus* è costituita dal *producer surplus*, ossia dal profitto del produttore/venditore quale differenza tra l'importo pagatogli per (l'acquisto di) un bene e il costo dal medesimo sostenuto per fornirlo nel mercato.

²¹ Cfr. S.C. SALOP, (nt. 7), 336 ss., il quale evidenzia altresì che questo standard, diversamente dal *consumer surplus*, si preoccupa tanto dei pregiudizi che la condotta illecita arreca ai consumatori quanto di quelli che arreca ai concorrenti (mentre «the true consumer welfare standard is indifferent to conduct that harms competitors»). Più precisamente, secondo l'A., «the aggregate economic welfare standard would condemn conduct only if it decreases the sum of the welfare of consumers (i.e., buyers) plus producers (i.e., sellers plus competitors); and without regard to any wealth transfers. Thus, efficiencies such as cost savings can trump demonstrable consumer injury. In contrast, the true consumer welfare standard would condemn conduct if it reduces the welfare of buyers, irrespective of its impact on sellers».

²² Così OECD, (nt. 2), 13 e 37.

3. Il quadro degli interventi della Commissione europea: orientamenti e linee direttrici.

La Commissione europea e il suo staff, in tempi recenti e occupandosi sia di intese restrittive della concorrenza sia di abusi di posizione dominante, hanno adottato e prodotto comunicazioni e documenti che potrebbero contribuire alla revisione dell'opinione, spesso tralattivamente richiamata²³, secondo cui al centro del sistema della disciplina antitrust c'è il perseguimento del benessere dei consumatori; almeno nell'accezione più restrittiva di cui si è dato conto nel paragrafo precedente.

I documenti che si prenderanno in considerazione, ai fini della presente indagine, sono i seguenti: quanto alle intese restrittive della concorrenza, a) la comunicazione della Commissione «Orientamenti sulle restrizioni verticali» del 2022²⁴, b) la

²³ Con significative eccezioni, soprattutto nelle pronunce della Corte di giustizia: v., a titolo esemplificativo, *GlaxoSmithKline Services Unlimited c. Commissione europea e a.*, cause riunite C-501/06 P, C-513/06 P, C-515/06 P, C-519/06 P, punto 63; *France Télécom SA c. Commissione delle Comunità europee*, causa C-202/07 P, punto 105; *T-Mobile Netherlands BV e a. c. Raad van bestuur van de Nederlandse Mededingingsautoriteit*, causa C-8/08, punti 38 e 39 (relativamente alla quale è opportuno richiamare anche le conclusioni dell'avvocato generale Kokott del 19 febbraio 2009, punti 58 e 59, secondo cui «l'art. 81 CE, come anche le altre norme sulla concorrenza del Trattato, non è soltanto e prioritariamente destinato a tutelare gli interessi immediati di singoli concorrenti o consumatori, bensì la struttura del mercato e, pertanto, la concorrenza in quanto tale (come istituto). In questo modo, naturalmente, viene indirettamente tutelato anche il consumatore»); *Konkurrensverket c. TeliaSonera Sverige AB*, causa C-52/09, punti 22 e 24; *Intel Corporation Inc. c. Commissione europea*, causa C-413/14 P, punto 135, e (soprattutto) causa T-286/09, punto 105; nonché, più recentemente, *Google LLC e Alphabet, Inc. c. Commissione europea*, causa T-604/18, punto 1028, su cui ci si soffermerà *infra*, nel testo, *sub* lett. c). Fa ancora riferimento al benessere dei consumatori (“well-being of [...] consumers” nella versione inglese), sia intermedii che finali, come «l'obiettivo ultimo che giustifica l'intervento del diritto della concorrenza per reprimere lo sfruttamento abusivo di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale del medesimo», la Corte in *Servizio Elettrico Nazionale SpA e a. c. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e a.*, causa C-377/20, punto 46, sebbene aggiunga che una pratica escludente non incorre nel divieto di cui all'art. 102 TFUE se l'impresa in posizione dominante prova che i suoi effetti sono controbilanciati o superati da vantaggi in termini di efficienza che vanno a beneficio anche dei consumatori, in particolare in termini di prezzi, di scelta, di qualità o di innovazione. Soprattutto, ai punti 41 e seguenti della sentenza, la Corte ricorda che l'art. 102 TFUE fa parte di un insieme di regole che, avendo l'obiettivo di evitare che la concorrenza sia alterata a danno dell'interesse pubblico, delle singole imprese e dei consumatori, contribuiscono a garantire il benessere all'interno dell'Unione europea; che l'art. 102 TFUE è espressione dello scopo generale assegnato dall'art. 3, par. 1, lett. b), TFUE all'azione dell'Unione, ossia l'instaurazione delle regole di concorrenza necessarie al funzionamento del mercato interno; che, infine, lo scopo più specificamente assegnato all'art. 102 TFUE è, secondo una costante giurisprudenza, quello di evitare che i comportamenti di un'impresa che detiene una posizione dominante abbiano l'effetto, a danno dei consumatori, di ostacolare, ricorrendo a mezzi o a risorse diversi da quelli su cui si impernia una concorrenza normale, la conservazione del grado di concorrenza esistente sul mercato o lo sviluppo di tale concorrenza.

²⁴ GU C 248 del 30 giugno 2022, p. 1.

comunicazione «Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale» del 2023²⁵; quanto agli abusi di posizione dominante, c) la comunicazione recante modifiche alla comunicazione «Orientamenti sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all'esclusione dei concorrenti» del 2023²⁶.

A questi atti della Commissione europea si aggiungono alcuni documenti prodotti dal suo staff, tra cui spiccano due recenti *Competition policy briefs* della Direzione generale della concorrenza (DG COMP)²⁷: «A dynamic and workable effects-based approach to abuse of dominance»²⁸ e «Competition Policy in Support of Europe's Green Ambition»²⁹. Anche – e forse soprattutto – da questi documenti, alla cui analisi si dedicherà il paragrafo successivo (e conclusivo), sembra di poter trarre qualche utile indicazione in relazione alla direzione intrapresa dalle Istituzioni UE quanto alle finalità e agli obiettivi del diritto antitrust.

Non ci si soffermerà invece, nonostante la loro indubbia rilevanza e attualità, sul regolamento (UE) 2022/720 della Commissione del 10 maggio 2022, relativo all'applicazione dell'art. 101, par. 3, TFUE a categorie di accordi verticali e pratiche concordate, e sui due recenti regolamenti di esenzione per categoria in materia di accordi di ricerca e sviluppo³⁰ e accordi di specializzazione³¹ (HBERs), data l'assenza, in tutti, di indicazioni o elementi valorizzabili ai fini della definizione degli obiettivi perseguiti dal diritto antitrust.

Infine, sotto il profilo metodologico, l'analisi verrà condotta richiamando testualmente i passaggi dei documenti che, più o meno esplicitamente, evocano profili di *competition policy*, affinché sia più agevole coglierne la portata precettiva, ove sussistente.

²⁵ GU C 259 del 21 luglio 2023, p. 1.

²⁶ GU C 116 del 31 marzo 2023, p. 1.

²⁷ Trattasi di *occasional papers* del personale della Direzione generale della concorrenza della Commissione su questioni politiche e casi chiave, consultabili all'indirizzo https://competition-policy.ec.europa.eu/publications/competition-policy-briefs_en.

²⁸ EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR COMPETITION, L. McCALLUM, I. BERNAERTS, M. KADAR *et al.*, *A dynamic and workable effects-based approach to abuse of dominance*, Publications Office of the European Union, 2023.

²⁹ EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR COMPETITION, A. BADEA, M. BANKOV, G. DA COSTA *et al.*, *Competition Policy in Support of Europe's Green Ambition*, European Commission, 2021.

³⁰ Regolamento (UE) 2023/1066 della Commissione del 1° giugno 2023 relativo all'applicazione dell'articolo 101, paragrafo 3, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea a talune categorie di accordi di ricerca e sviluppo.

³¹ Regolamento (UE) 2023/1067 della Commissione del 1° giugno 2023 relativo all'applicazione dell'articolo 101, paragrafo 3, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea a talune categorie di accordi di specializzazione.

a) *Comunicazione della Commissione – Orientamenti sulle restrizioni verticali.*

La prima comunicazione presa in esame contiene gli orientamenti della Commissione sulle restrizioni verticali³².

Nella sua introduzione si precisa, in termini generali ma indicativi – si ritiene – del prepotente affermarsi di nuove priorità nella politica dell’Unione europea, che «lo sviluppo sostenibile è un principio fondamentale del trattato e un obiettivo prioritario delle politiche dell’Unione, insieme alla digitalizzazione e a un mercato unico resiliente. La nozione di sostenibilità comprende, tra l’altro, la risposta ai cambiamenti climatici [...], la limitazione dello sfruttamento delle risorse naturali, la riduzione degli sprechi e la promozione del benessere animale. Gli obiettivi di sostenibilità, resilienza e digitalizzazione dell’Unione sono promossi da accordi di fornitura e distribuzione efficienti tra le imprese» (par. 1.2, punto 8, della comunicazione). Nel successivo par. 2, punto 15, dopo alcune specificazioni in merito alle esternalità verticali e orizzontali derivanti dalla natura complementare delle attività del fornitore e dei suoi distributori (punti 12 e seguenti), si osserva che «in presenza di tali esternalità, i fornitori possono essere incentivati a controllare determinati aspetti delle attività dei loro distributori e viceversa. Gli accordi verticali in particolare possono essere utilizzati per internalizzare tali effetti esterni, aumentare i profitti comuni della catena verticale di fornitura e di distribuzione e in certe circostanze il benessere dei consumatori».

Il riferimento al benessere dei consumatori non sembra, tuttavia, qui particolarmente significativo, ove si voglia trarre da detto richiamo elementi a sostegno della permanente centralità del *consumer welfare* nella politica della concorrenza dell’Unione europea.

Assai più significativo pare, invece, il seguente passaggio contenuto nel par. 2.4 dell’allegato 2 («Summary of the stakeholder workshop») del *Commission staff working document – Evaluation of the Vertical Block Exemption Regulation* (SWD(2020) 172 final)³³: «Considering that the enforcement of EU competition law is driven by the consumer welfare objective, which includes all relevant parameters of competition (e.g. price, output, choice and innovation), the workshop was intended to focus on how consumers are impacted by the identified shortcomings». Pur rimanendo, evidentemente, nell’alveo del *consumer welfare* quale *appropriate standard for competition policy*, il richiamo “paritario” a tutti i cinque parametri della concorrenza è, ad avviso di chi scrive, un elemento di apertura in favore di un allargamento degli obiettivi e delle finalità del diritto antitrust dell’Unione³⁴ e si

³² I quali sostituiscono gli orientamenti del 2010 (GU C 130 del 19 maggio 2010, p. 1).

³³ Che si legge anche nel par. 4.1.3, nell’ambito della metodologia applicata.

³⁴ Lo stesso atteggiamento di parziale apertura può ricavarsi dall’*Inception impact assessment*

pone in continuità con le parole recentemente pronunciate dall'*Executive Vice-President* Margrethe Vestager all'apertura della cinquantesima edizione degli «European Competition Law Tuesdays»³⁵. Parole, quest'ultime, di cui si darà conto tra breve, occupandosi della successiva comunicazione della Commissione³⁶, e che mostrano un approccio diverso a questi temi rispetto a quanto si poteva cogliere dalle parole di precedenti Commissari³⁷.

della Commissione relativo all'iniziativa «Revision of the Vertical Block Exemption Regulation and the Vertical Guidelines», ove – *sub* «C. Preliminary Assessment of Expected Impacts» – si osserva che «by ensuring that vertical agreements that create efficiencies meeting the conditions of Article 101(3) TFEU are block exempted, the initiative will increase consumer welfare in the internal market. Benefits passed on to consumers may be price related, but consumers may also benefit from increased choice and the emergence of new and more efficient supply and distribution models».

³⁵ *Keynote of EVP Vestager at the European Competition Law Tuesdays: A Principles Based approach to Competition Policy*, Brussels, 25 October 2022, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_22_6393.

³⁶ V. *infra*, nt. 40.

³⁷ V., ad esempio, J. ALMUNIA (*Vice-President of the European Commission responsible for competition policy*), *Competition and consumers: the future of EU competition policy*, European Competition Day, Madrid, 12 May 2010, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_10_233: «All of us here today know very well what our ultimate objective is: competition policy is a tool at the service of consumers. Consumer welfare is at the heart of our policy and its achievement drives our priorities and guides our decisions»; M. MONTI (*European Commissioner for Competition matters*), *Extracts from a speech by Mario Monti, The Future for Competition Policy in the European Union*, London, 9 July 2001, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_01_340, per il quale «the goal of competition policy, in all its aspects, is to protect consumer welfare by maintaining a high degree of competition in the common market. Competition should lead to lower prices, a wider choice of goods, and technological innovation, all in the interest of the consumer»; nonché N. KROES (*Member of the European Commission*), *European Competition Policy – Delivering Better Markets and Better Choices*, European Consumer and Competition Day, London, 15 September 2005, reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_05_512, evidenziando che «consumer welfare is now well established as the standard the Commission applies when assessing mergers and infringements of the Treaty rules on cartels and monopolies. Our aim is simple: to protect competition in the market as a means of enhancing consumer welfare and ensuring an efficient allocation of resources». Successivamente, in relazione alla pubblicazione della comunicazione sulle priorità della Commissione nell'applicazione dell'art. 82 TCE al comportamento abusivo delle imprese dominanti, Neelie Kroes ha affermato che «it will ensure that the Commission's intervention is effective, and should leave dominant undertakings in no doubt that they will find the Commission in their way wherever their conduct risks increasing prices, limiting consumer choice or dissuading innovation. Clear rules protecting consumers and promoting innovation are all the more important in times of economic difficulty such as these». Le sue parole sono riportate in *Anti-trust: consumer welfare at heart of Commission fight against abuses by dominant undertakings, press release*, 3 December 2008 (IP/08/1877).

b) *Comunicazione della Commissione – Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale.*

La seconda comunicazione in esame, come si legge nell'introduzione («Finalità e struttura delle presenti linee direttrici») – *recte*: le linee direttrici ivi dettate – stabilisce i principi per la valutazione degli accordi di cooperazione orizzontale e delle pratiche concordate ai sensi dell'art. 101 TFUE e fornisce un quadro analitico per facilitare l'autovalutazione dei tipi più comuni di accordi di cooperazione orizzontale.

Dette linee direttrici, che sostituiscono quelle del 2011³⁸, contengono una serie di punti che paiono in vario modo valorizzabili nell'ambito della presente analisi. Ci si riferisce, in primo luogo, al punto 444 nell'ambito degli accordi di normazione (capitolo 7), dove è precisato che «le norme sulla proprietà intellettuale e le norme sulla concorrenza condividono gli stessi obiettivi, ossia promuovere il benessere dei consumatori e l'innovazione, nonché un'allocazione efficiente delle risorse. Ad esso si aggiunge il punto 518, inserito nel capitolo 9 sugli accordi di sostenibilità³⁹, ove si afferma che «l'applicazione del diritto in materia di concorrenza contribuisce allo sviluppo sostenibile garantendo una concorrenza effettiva, che stimola l'innovazione, aumenta la qualità e la scelta dei prodotti, garantisce un'allocazione efficiente delle risorse, riduce i costi di produzione e contribuisce in tal modo al benessere dei consumatori». In entrambi i casi, invero, la prospettiva è ancora una volta quella che ancora le finalità del diritto antitrust al benessere dei consumatori. Tuttavia, alcune successive precisazioni in merito ai benefici che i consumatori traggono dagli accordi di sostenibilità sembrano allargare detta prospettiva per includere la considerazione e la promozione di altre istanze (si pensi, in particolare, alla produzione o al consumo sostenibili).

Altrettanto utile, sempre in una prospettiva evolutiva e di parziale ampliamento delle finalità perseguite dalle regole di concorrenza europee – e in linea con quanto appena evidenziato⁴⁰ –, sembra essere ciò che si legge nell'*Inception im-*

³⁸ GU C 11 del 14 gennaio 2011, p. 1.

³⁹ Il capitolo 9 della comunicazione fornisce indicazioni sul modo in cui i tipi più comuni di accordi di cooperazione orizzontale saranno valutati ai sensi dell'art. 101 TFUE quando perseguono obiettivi di sostenibilità: v. par. 1.1, punto 3, della comunicazione.

⁴⁰ Nonché con le seguenti – emblematiche – parole pronunciate da Margrethe Vestager all'apertura della cinquantesima edizione degli «European Competition Law Tuesdays»: «By basing our policy intent and action on principles that stem directly from the Treaties, EU competition policy is able to pursue multiple goals, such as fairness and level-playing field, market integration, preserving competitive processes, consumer welfare, efficiency and innovation, and ultimately plurality and democracy. [...] First, our principles have allowed for more dynamic responses. It's worth asking why the EU began taking up antitrust cases against large digital players, before jurisdictions in other parts of the world. [...] Fortunately, the principles behind our antitrust enforcement allowed us to go

pact assessment della Commissione relativo all’iniziativa «Revision of the two Block Exemption Regulations for horizontal cooperation agreements and the Horizontal Guidelines»⁴¹. Nel documento si dà conto del fatto che «by capturing those horizontal cooperation agreements that comply with the conditions of Article 101(3) TFEU to be block exempted, the initiative will increase consumer welfare in the internal market. Benefits passed on to consumers may be related to price reduction, product quality increase, as well as increased choice and the emergence of new or more efficient and greener technologies». L’iniziativa ha portato, qualche mese fa, all’adozione da parte della Commissione dei due regolamenti orizzontali di esenzione per categoria (HBERs) cui si è accennato in apertura del paragrafo.

Infine, alcune possibili indicazioni ai fini dell’indagine in oggetto, almeno in favore dell’affermazione che il *consumer welfare* non è inteso, nella politica della concorrenza della UE, nell’accezione più restrittiva, economicamente orientata, paiono trarsi dalle linee guida della comunicazione in cui si elencano i benefici – individuali, legati e (soprattutto) non legati all’uso di un prodotto, e collettivi – che i consumatori traggono dagli accordi di sostenibilità⁴².

c) Comunicazione della Commissione – Modifiche alla comunicazione della Commissione – Orientamenti sulle priorità della Commissione nell’applicazione dell’articolo 82 del trattato CE al comportamento abusivo delle imprese dominanti volto all’esclusione dei concorrenti.

La presente comunicazione modifica la comunicazione del 2009⁴³, che stabilisce le priorità della Commissione per quanto riguarda il comportamento delle imprese dominanti volto all’esclusione dei concorrenti dal mercato, allo scopo di fornire maggiore chiarezza e prevedibilità sul quadro generale di analisi utilizzato dalla Commissione per stabilire se essa debba esaminare in maniera prioritaria de-

further. We were not only concerned with price, but with harm to other parameters of competition that may prejudice consumers, such as innovation, choice, quality. By contrast, had we been focused solely on narrow price effects, those cases might not have been taken up. The EU - and for that matter the world - would have been much slower to respond to threats to competition, which are now so evident in digital markets. This is especially true given the role played by innovation in the digital economy. Innovation is a form of ‘dynamic market efficiency’, and as such is captured within the scope of our consumer welfare standard. EU law actually sees it as a critical component of consumer welfare, as well as part of a competitive process, the safeguarding of which is also among our principles».

⁴¹ Il passaggio, peraltro, è quasi identico a quello contenuto nell’*Inception impact assessment* della Commissione richiamato *supra*, nt. 34.

⁴² V. par. 9.4.3.1, 9.4.3.2 e 9.4.3.3 delle linee direttrici sull’applicabilità dell’art. 101 TFUE agli accordi di cooperazione orizzontale.

⁴³ V. *supra*, par. 2, testo e nt. 16.

terminati casi di comportamenti di esclusione. Al punto 1 della comunicazione del 2023 si chiarisce che «l'applicazione di dette norme, vale a dire gli articoli 101 e 102 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea [...], “giova all'Europa in quanto contribuisce a creare condizioni di parità in cui i mercati sono al servizio dei consumatori”. Può inoltre contribuire al conseguimento di obiettivi che vanno al di là del benessere dei consumatori, come la *pluralità in una società democratica*» (enfasi aggiunta).

Quest'ultimo passaggio, nonostante la sua concisione, è senz'altro valorizzabile a sostegno di un parziale superamento del *consumer welfare approach*, tanto più ove si consideri che la Commissione richiama esplicitamente la sentenza del Tribunale UE del 14 settembre 2022, pronunciata nel noto caso *Google Android*⁴⁴, riprendendo il seguente passaggio della stessa: «Inoltre, più concretamente, tali pratiche [*id est*, le pratiche abusive di Google] hanno anche limitato lo sviluppo di servizi di ricerca diretti verso i segmenti di consumatori che attribuiscono un'importanza particolare, segnatamente, alla tutela della vita privata o alle particolarità linguistiche all'interno del SEE. Siffatti interessi erano non solo conformi alla concorrenza basata sui meriti in quanto incoraggiavano l'innovazione a beneficio dei consumatori, ma erano anche necessari per garantire la pluralità in una società democratica».

Tornando agli orientamenti sulle priorità di applicazione delle norme, merita specifica menzione anche il punto 19 della comunicazione del 2009, così come modificato dalla comunicazione del 2023⁴⁵, ove si precisa che «nella presente comunicazione l'espressione “preclusione anticoncorrenziale” è utilizzata per descrivere una situazione in cui il comportamento dell'impresa dominante compromette una struttura concorrenziale effettiva, consentendo così all'impresa dominante di influenzare negativamente, a suo vantaggio e a danno dei consumatori, i diversi parametri della concorrenza, quali i prezzi, la produzione, l'innovazione, la varietà o la qualità dei beni o dei servizi». La modifica è senz'altro degna di nota (e positivamente valorizzabile⁴⁶) nell'ambito delle riflessioni qui svolte⁴⁷; anche se non va dimenticato che «gli orientamenti sulle prio-

⁴⁴ *Google e Alphabet/Commissione (Google Android)*, (nt. 23), punto 1028.

⁴⁵ V. l'allegato della comunicazione, punto 1.

⁴⁶ Conf. R. PODSZUN, T. ROHNER, (nt. 17), 8, i quali concludono che «we support the European Commission's changes to para 19 of the Guidance, but suggest that the consumer welfare standard should not be referenced in the new Guidelines»; diversa l'opinione, sul punto, di OPEN MARKETS INSTITUTE, *Joint submission to Call for Evidence on TFEU Article 102 Guidelines*, April 2023, che osserva – nel paragrafo intitolato «Moving beyond the consumer welfare standard» – che «despite the encouraging comments in the policy paper, the amendments to the 2008 Guidance do not correct its heavy reliance on the consumer welfare standard. It continues to state that “the aim of the Commission's enforcement activity... is to ensure that dominant undertakings do not impair effective competition... thus having an adverse impact on consumer welfare”».

⁴⁷ La precedente versione – più restrittiva – del punto 19 è riportata *supra*, nt. 16.

rità di applicazione delle norme [...] non sono destinati ad avere valenza giuridica né danno un'interpretazione della nozione di abuso di posizione dominante, ma stabiliscono solo l'approccio della Commissione quanto alla scelta dei casi che essa intende esaminare in maniera prioritaria» (punto 6 della comunicazione del 2023).

4. *Uno sguardo conclusivo ai Competition policy briefs.*

L'ultima parte dell'analisi verte su due recenti *Competition policy briefs* dello staff della DG COMP della Commissione, l'uno del 2021 e l'altro del 2023.

Nel primo, intitolato «Competition Policy in Support of Europe's Green Ambition», si legge, dopo un elenco di chiarimenti su taluni aspetti dell'*antitrust assessment* che la Commissione intendeva fornire nel contesto delle revisioni delle proprie *guidelines* (allora in corso), che «the Commission considers that these are sound principles that ensure that antitrust enforcement remains anchored to the consumer welfare standard and at the same time allows sustainability benefits that accrue for the benefit of society as a whole, to be taken into account»⁴⁸.

In modo ancor più deciso, il più recente «A dynamic and workable effects-based approach to abuse of dominance» si spinge ad affermare che «the enforcement of competition rules also contributes to achieving objectives that go beyond consumer welfare, at least when the latter is defined strictly in economic terms. As stated by Executive Vice President Vestager: “By basing our policy intent and action on principles that stem directly from the Treaties, EU competition policy is able to pursue multiple goals, such as fairness and level-playing field, market integration, preserving competitive processes, consumer welfare, efficiency and innovation, and ultimately plurality and democracy.”. The case law has also confirmed that competition law can achieve broader objectives, as ensuring consumer choice is a means to ultimately guarantee plurality in a democratic society»⁴⁹. Trattasi, con ogni probabilità, ed ancorché esso sia contenuto

⁴⁸ EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR COMPETITION, (nt. 29), 6, che aggiunge: «For example, if an agreement leads to a reduction in pollution to the benefit of society, and assuming the benefits are significant, a fair share of them can be apportioned to the harmed consumers – the latter being part of society – and fully compensate them for the harm».

⁴⁹ EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR COMPETITION, (nt. 28), 1. Critica nei confronti di questa affermazione Google (v. *Proposed adoption by the European Commission of Article 102 TFEU guidelines on exclusionary abuses, Google response to the European Commission's Call for Evidence*, par. II delle *observations*, punti 7 e 8), la quale, pur essendo d'accordo che «in some cases, competition enforcement under the consumer welfare standard may indirectly serve other legitimate objectives», ritiene che «at the same time, identifying unclear or inherently subjective notions as standalone goals of Article 102 TFEU would give rise to legal uncertainty, particu-

in un documento proveniente dallo staff della Direzione generale della concorrenza e non in un atto legislativo, del passaggio che più di tutti suggerisce – come dimostra qualche feedback degli operatori alla *call for evidence* lanciata dalla Commissione⁵⁰ – un parziale cambiamento di rotta rispetto al (ai proclami del) passato⁵¹. Quanto consapevole e quanto sostanziale sia – o voglia essere – questo cambiamento, tuttavia, è difficile a dirsi, almeno fino a quando la Commissione non adotterà anche gli (attesi) orientamenti sugli abusi preclusivi da parte di imprese in posizione dominante, la cui adozione è programmata per il quarto trimestre del 2025.

Ciò che però sembra complessivamente emergere dagli atteggiamenti, dalle dichiarazioni e dai documenti istituzionali, ai quali ha fatto da apripista la giurisprudenza della Corte di giustizia, è una tendenza, che si è andata via via affermando nell’Unione e tra i suoi operatori, a riconoscere al *consumer welfare standard* un significato più ampio e più inclusivo rispetto a quello che si imporrebbe se il focus fosse posto, per usare le parole dell’ETUC (*European Trade Union Confederation*), su «efficiency goals or ‘consumer-willingness-to-pay’ analysis»⁵²; in altre parole, rispetto a quello che deriverebbe dalla stretta adesione agli insegnamenti della Scuola di Chicago.

L’obiettivo, da tempo primario nell’ambito delle politiche dell’Unione euro-

larly in cases where those objectives may conflict with consumer welfare». Pertanto, la società «encourage the Commission to reflect further on the necessity of referring to objectives other than consumer welfare in the Proposed Guidelines».

⁵⁰ Trattasi dell’invito a presentare contributi per l’iniziativa “Orientamenti sugli abusi preclusivi da parte di imprese dominanti”, “lanciato” il 27 marzo 2023 (ossia parallelamente alla pubblicazione, da parte della Commissione, della comunicazione contenente modifiche agli orientamenti sulle priorità di applicazione delle norme), con conclusione del periodo per l’invio dei contributi il 24 aprile 2023.

⁵¹ V., ad esempio, il feedback di OPEN MARKETS INSTITUTE, (nt. 46), sempre nel paragrafo «Moving beyond the consumer welfare standard», dove si afferma, ad avviso di chi scrive condivisibilmente, che «we are encouraged by the recognition in the Commission’s policy brief that “the enforcement of competition rules also contributes to achieving objectives that go beyond consumer welfare” including “fairness and level-playing field, market integration, preserving competitive processes, consumer welfare, efficiency and innovation, and ultimately plurality and democracy”. Consumer welfare should not be the sole or even primary goal of competition policy, even when not “defined strictly in economic terms”. Neither Article 102 TFEU nor the EU treaties in general make any reference to the concept of consumer welfare or the need to protect it. As has been repeatedly argued, over-reliance on the consumer welfare standard – with welfare defined primarily in terms of lower prices – has weakened competition enforcement in both Europe and the United States in recent decades, particularly in digital markets».

⁵² ETUC, *Resolution for a More Sustainable and Inclusive Competition Policy Adopted at the Executive Committee of 22-23 March 2021*, 6. Ivi l’ETUC suggerisce che, «to support sustainable development, EU competition law must adopt a broader approach to the ‘consumer welfare standard’. The definition of consumer interests must go beyond price, quality and individual consumers as ultimate beneficiaries of competitiveness».

pea, di promuovere lo sviluppo sostenibile – ossia la capacità della società di consumare e utilizzare le risorse oggi disponibili senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare le proprie esigenze⁵³ – giustifica e, con ogni probabilità, favorirà in un futuro prossimo il consolidarsi di questa tendenza.

⁵³ Questa è la definizione di sviluppo sostenibile che si legge nel punto 517 delle linee direttrici sull'applicabilità dell'art. 101 TFUE agli accordi di cooperazione orizzontale.

Le politiche di remunerazione degli amministratori nelle società quotate tra la massimizzazione del valore per gli azionisti e il perseguimento della sostenibilità ambientale e sociale: un percorso ancora agli inizi

The Directors' compensation policies in public companies between the shareholder value maximization and the environmental and social sustainability: a path at early stage

Ilaria Capelli *

ABSTRACT:

Le politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate sono oggetto di una specifica regolazione solo da tempi relativamente recenti. La rilevanza che ora si attribuisce alla remunerazione discende dall'acquisita consapevolezza in merito agli effetti delle politiche di remunerazione sui processi decisionali degli amministratori. Con riferimento alla parabola normativa che ha interessato queste politiche, si possono individuare sostanzialmente due momenti di discontinuità: il primo, coincidente con l'entrata in vigore dell'art. 123-ter T.U.F. (a seguito della l. 4 giugno 2010, n. 96), si focalizza su pervasivi obblighi di trasparenza, con l'obiettivo di ottenere i migliori sistemi di remunerazione e incentivazione possibili, in grado di allineare gli interessi degli azionisti e degli amministratori in una prospettiva di lungo periodo; il secondo, che ha preso avvio dall'attuazione della SHRD II nel nostro ordinamento, entra nel contenuto delle politiche di remunerazione e si rivolge alla tutela di interessi esterni alla società, sinteticamente riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale.

L'attuale assetto normativo, consolidatosi nel 2019, impone di verificare se, almeno con riferimento al settore delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, il legislatore abbia messo espressamente in discussione il principio dello *Shareholder Value*; oppure, se le nuove regole siano il risultato di un tentativo, solo parziale, di inserire nuovi cri-

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli Studi dell'Insubria; e-mail: ilaria.capelli@uninsubria.it.

teri premiali (non finanziari) per gli amministratori delle società quotate, in un panorama ancora sostanzialmente immutato. La collocazione della disciplina dettata in tema di politiche di remunerazione nell'ambito di un più ampio complesso normativo, di cui fanno parte anche le previsioni del Codice di *Corporate Governance*, le norme che regolano il rendiconto di sostenibilità dell'impresa e, in prospettiva, la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD), consente di verificare la coerenza degli obiettivi perseguiti con le più moderne istanze a favore degli *stakeholder*.

The directors' compensation policies of public companies have only been subject to specific regulation since relatively recent times. The compensation's relevance is the result of the acquired awareness of the effects of remuneration policies on the decision-making processes of directors. Concerning the regulation, there are two moments of transitions: the first, coinciding with the entry into force of art. 123-ter TUF (Law No. 96 of 4 June 2010), focuses on pervasive transparency obligations, with the aim of obtaining the best possible remuneration and incentive systems, capable of aligning the interests of shareholders and directors in a long-term perspective; the second moment of transition, which started with the implementation of the SHRD II in our legal system, enters the content of remuneration policies and is aimed at the protection of interests external to the company, broadly attributable to environmental and social sustainability.

The current regulatory framework, consolidated in 2019, requires verifying whether, at least with reference to the directors' compensations in public companies, the legislator has expressly questioned the principle of Shareholder Value; or, if the new rules are the result of a weak attempt to insert new (non-financial) reward criteria for the directors, in a panorama that is still substantially unchanged. The awareness of the existence of a complex system, composed of the compensation discipline, the Corporate Governance Code, the rules of the company's sustainability report and, in the future, of the Corporate Sustainability Due Diligence (CSDDD), makes it possible to verify the consistency of the objectives pursued with the most modern requests in favor of the stakeholders.

SOMMARIO:

1. La parabola normativa e le sue recenti origini: la rilevanza dei processi decisionali interni. –
2. La remunerazione degli amministratori in tempi di crisi. –
3. La trasparenza delle politiche di remunerazione: come “allineare” gli interessi degli amministratori a quelli dei soci. –
4. Il contenuto delle politiche di remunerazione dopo l'attuazione della SHRD II: la rilevanza della sostenibilità ambientale e sociale. –
5. L'applicazione delle regole sulle politiche di remunerazione e la rilevanza del “contesto” normativo, tra norme di legge e *soft law*. –
6. Conclusioni: un percorso ancora incompleto.

1. *La parabola normativa e le sue recenti origini: la rilevanza dei processi decisionali interni.*

L'attenzione del nostro legislatore verso le politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate è relativamente recente: nel nostro Paese, l'obbligo di redigere e pubblicare la relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti è stato introdotto solo nel 2010 (art. 123-ter T.U.F.), con rilevanti modifiche nel 2019, a seguito dell'attuazione della SHRD II (Seconda *Shareholders' Rights Directive*, attuata con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49). Le regole appena richiamate sono, nella sostanza, il risultato di una complessa evoluzione in cui si intrecciano, come vedremo, interventi del legislatore europeo e domestico, *soft law*, raccomandazioni e norme di legge.

Il momento iniziale di questa vicenda, almeno in ordine alle politiche europee, può essere convenzionalmente riconosciuto nell'emanazione della raccomandazione 2004/913/CE, relativa alla promozione di un regime adeguato circa la remunerazione degli amministratori delle società quotate: lo scopo del documento consiste nel promuovere la trasparenza della politica di remunerazione seguita dalla società¹. Pochi anni dopo, si è aggiunta la raccomandazione 2009/385/CE che, nel proseguire nell'ampliamento degli ambiti di trasparenza, favorisce un maggiore controllo da parte degli azionisti e, soprattutto, interviene per la prima volta, e timidamente, nel merito delle politiche di remunerazione, giungendo anche a fissare i principi di una "sana" politica retributiva².

Questi primi interventi, sostanzialmente orientati a garantire la trasparenza delle politiche di remunerazione, hanno avuto il merito di dare una rilevanza "esterna" a specifiche scelte private, posto che l'ammontare della remunerazione degli amministratori delle società quotate e la struttura della remunerazione stessa (si

¹ L'art. 3 della raccomandazione 2004/913/CE stabilisce che «Ogni società quotata dovrebbe rendere pubblica una dichiarazione relativa alla propria politica delle remunerazioni, in appresso denominata "la dichiarazione relativa alle remunerazioni". (...) La dichiarazione relativa alle remunerazioni di una società dovrebbe concentrarsi soprattutto sulla politica delle remunerazioni per l'esercizio finanziario successivo (...)». Immediatamente dopo, si è aggiunta la raccomandazione 2005/162/CE che, sempre allo scopo di promuovere la trasparenza con riferimento alle remunerazioni, interviene sui procedimenti interni per la loro concreta determinazione, focalizza l'attenzione sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza e sollecita, sulla scorta dei codici di autoregolamentazione, l'istituzione di un comitato per la remunerazione in seno al consiglio di amministrazione (o al consiglio di sorveglianza) con funzioni istruttorie e propositive riguardo alle decisioni sui compensi.

² La raccomandazione 2009/385/CE, al par. 3.2, entra nel merito della politica retributiva, in quanto dispone che «La concessione di componenti variabili della remunerazione dovrebbe essere subordinata a criteri predeterminati e misurabili concernenti i risultati. I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore».

pensi, ad esempio, alla possibilità di articolare una componente fissa ed una variabile)³ rappresentano, nell'ottica di un'impostazione tradizionale che attribuisce agli amministratori l'esclusivo compito di massimizzare il valore per i soci, fatti privati che riguardano unicamente gli investitori e i manager⁴.

Ciò trova conferma anche nel Terzo considerando della già citata raccomandazione 2009/385/CE, in cui si precisa che la necessità di prevedere appositi principi relativi alla struttura delle remunerazioni non mette in discussione il fatto che «la forma, la struttura e il livello di remunerazione degli amministratori costituiscono ancora temi per i quali sono competenti, in primo luogo, le società, i loro azionisti e, eventualmente, i rappresentanti del personale». Si tratta, pertanto, di scelte che, in assenza di specifici interventi regolatori, rimarrebbero circoscritte nel perimetro di un procedimento interno alla società, con il solo coinvolgimento del soggetto destinato ad essere reclutato come amministratore ed interessato a vedere remunerata la propria prestazione intellettuale⁵.

Le decisioni e le strategie in materia di remunerazione degli amministratori rivestono, in ogni caso, una grande rilevanza nei processi decisionali interni e condizionano la propensione al rischio dell'impresa: le politiche di remunerazione, infatti, non rappresentano solo la sintesi di decisioni strategiche già adottate (in relazione al reclutamento e al compenso degli amministratori esecutivi), ma sono anche in grado di produrre effetti sullo stesso procedimento di assunzione delle decisioni degli amministratori e, in prospettiva, sulla propensione al rischio di costoro⁶. Al con-

³ La raccomandazione 2009/385/CE al par. 3.2 riserva una specifica attenzione alle componenti variabili della remunerazione, che devono essere rapportate ad obiettivi predeterminati.

⁴ Come rileva G. PRESTI, *Le politiche di remunerazione degli amministratori*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2022, 187 ss.

⁵ La politica in tema di remunerazioni è una prerogativa della società, in quanto alla stessa spettano le scelte che possano portare al reclutamento, all'interno degli organi sociali, di determinate professionalità. Queste scelte sono, naturalmente, orientate al reclutamento dei migliori professionisti sul mercato, in grado di valorizzare il capitale investito dai soci destinatari finali del rischio d'impresa, e ciò giustifica, in un contesto in cui i doveri degli amministratori sono modellati sul principio dello *shareholder value*, un alto livello di remunerazione dei *manager*, in quanto la società si pone in concorrenza con le altre per il reclutamento dei migliori. Ciò risulta anche dal riferimento contenuto nel Codice di *Corporate Governance* all'art. 5, Principio XV, in cui si prevede che si debba tener conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto. Come rileva criticamente la dottrina, L. BEBCHUK, J. FRIED, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, trad. di D.U. Santosuosso, Torino, Giappichelli, 2010, 23 s.; L. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay without Performances: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2004; l'opinione tradizionale invoca l'analogia tra gli esecutivi delle grandi imprese e le star dello sport, anche se queste ultime, a differenza degli amministratori, non influenzano direttamente il processo di generazione della retribuzione.

⁶ La dottrina americana mostra di aver preso atto della rilevanza delle decisioni dei singoli amministratori sulla strategia complessiva dell'impresa focalizzando però l'attenzione sulle caratteristi-

tempo, le stesse politiche di remunerazione, come si avrà occasione di osservare, possono contribuire, nell'ambito del procedimento decisionale, a dare anche specifico rilievo agli interessi di diverse categorie di soggetti che, a vario titolo, sono investiti dalle scelte della società⁷.

2. La remunerazione degli amministratori in tempi di crisi.

La propensione al rischio degli amministratori e gli effetti delle decisioni delle grandi imprese sugli interessi di soggetti "esterni", quali appunto gli *stakeholder*, acquisiscono una specifica rilevanza in tempi di crisi⁸. Ciò ha trovato conferma nelle diverse crisi sistemiche che hanno condizionato la nostra economia negli ultimi due decenni: si pensi, ad esempio, alla Crisi finanziaria globale degli anni 2007 e 2008, nonché alle conseguenze economiche della Crisi Pandemica e della appena successiva Guerra russo-ucraina; a ciò si aggiungono, in questi anni, gli effetti del cambiamento climatico e le crescenti forme di disegualianza sociale

che personali degli esecutivi reclutati dalla società, sul presupposto secondo cui "se vogliamo capire la strategia dobbiamo capire gli strateghi" o, in altri termini, «The theory states that organizational outcomes-strategic choices and performance levels-are partially predicted by managerial background characteristics»: B. CANNELLA, S. FINKELSTEIN, D.C. HAMBRICK, *Strategic leadership: theory and research on executives, top management teams, and board*, New York, Oxford University Press, 2009; C. FRYDMAN, D. JENTER, *CEO Compensation*, 2010, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1582232>; D.C. HAMBRICK, PH.A. MASON, *Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers*, 1984, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1504456>.

⁷ Così il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione europea, 8 marzo 2018, *Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita*, reperibile in https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_1404A, in cui si conferma il ruolo fondamentale della remunerazione degli amministratori esecutivi nell'assicurare l'inclusione dei temi sociali ed ambientali nel procedimento di assunzione delle decisioni.

⁸ Per quanto riguarda la crisi che colpiscono la singola impresa, si manifesta la basilare esigenza che i responsabili delle scelte gestorie adottino le decisioni più opportune, senza essere guidati dalle sole considerazioni di breve periodo, sfuggendo poi da ogni conseguenza nel caso in cui l'impresa attraversi delle difficoltà: cfr. M. ONADO, *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, Il Mulino, 2017, 113, 106 s. e S. BOZZI, *La remunerazione manageriale. Lezioni dalla crisi e proposte di riforma*, Milano, Franco Angeli, 2011, 161 ss. Coerentemente, nelle Disposizioni di Vigilanza per le Banche, Sez. V, per le banche che beneficiano di eccezionali interventi di sostegno pubblico «nessuna remunerazione variabile è pagata agli esponenti aziendali, salvo che ciò non sia giustificato», come nel caso in cui sia avvenuta la sostituzione del management. La rilevanza delle crisi individuali nella remunerazione degli amministratori è evidenziata anche nel Settimo considerando, della raccomandazione 2009/385/CE: si ritiene «necessario garantire che il trattamento di fine rapporto di lavoro, il cosiddetto "paracadute d'oro", non ricompensi un fallimento e che sia rispettata la principale finalità di tale trattamento, che è quella di costituire una rete di sicurezza in caso di recesso anticipato del contratto»; cfr. M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 702 ss.

ed economica⁹, a volte così estreme da mettere a repentaglio il basilare rispetto dei diritti umani¹⁰.

Le instabilità derivanti dalle crisi sistemiche hanno dato rilevanza generale e politica alle decisioni economiche delle grandi imprese, mettendo fortemente in discussione scelte di business che prima erano generalmente considerate accettabili, caratterizzate dalla massimizzazione degli sforzi nel breve termine e da una correlativa sottovalutazione dei rischi e delle ricadute per la collettività¹¹. In concreto, le crisi possono rendere sostanzialmente inefficaci i piani di incentivazione tradizionali¹², e parallelamente rendono più pericolosa un'eccessiva assunzione del rischio da parte degli amministratori¹³, intensificando la presenza di rilevanti

⁹ In concreto, l'ammontare dei compensi degli amministratori esecutivi delle grandi imprese è uno specchio fedele del progressivo radicamento di inammissibili forme di disuguaglianza: in media, negli Stati Uniti il CEO guadagna 670 volte in più di un suo dipendente medio e in Europa 649 volte, come evidenzia il Rapporto del 2022 dell'*Institute for Policy Studies*: <https://ips-dc.org/wp-content/uploads/2022/06/report-executive-excess-2022.pdf>. Cfr. E. GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2018, 961 ss.

¹⁰ Cfr. T. PIKETTY, *Capitale e ideologia*, Milano, La Nave di Teseo, 2020, 1 ss.

¹¹ Le crisi, come è stato osservato, hanno evidenziato le implicazioni sistemiche delle scelte fatte dalle società in tema di gestione dei rischi; cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, *Uncertainty, externalities and collective action problems: correcting the short-term bias through a multi-stakeholder approach*, in questa *Rivista*, 2021, 1079, 1097 e specialmente nt. 7; F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *ItaLJ*, 2017, 511, 524 ss. A ciò si aggiungono le preoccupazioni per il cambiamento climatico: cfr. C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 616. Recente e ben noto esempio della riconosciuta sensibilità per questi temi è, ad esempio, la Lettera del CEO di Blackrock, L. Fink, del gennaio 2019, indirizzata agli amministratori delegati delle principali società del mondo, in cui si afferma categoricamente che: «Companies that fulfill their purpose and responsibilities to stakeholders reap rewards over the long-term. Companies that ignore them stumble and fail»; nella Lettera del 2023, inoltre, si evidenzia una forte attenzione per le conseguenze del cambiamento climatico, con la conferma che «For years now, we have viewed climate risk as an investment risk. That's still the case»: www.blackrock.com; cfr. E.B. ROCK, *For Whom in the Corporation Managed in 2020? The debate over corporate purpose* (May 2020). ECGI - Working Papers Series in Law No. 515/2020, 2, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589951; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 52; V. CALANDRA BUONAURA, F. DENOZZA, M. LIBERTINI, G. MARASÀ, M. MAUGERI, R. SACCHI, U. TOMBARI, *Lo Statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. PERRONE, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, *ivi*, 615 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto della responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, *ivi*, 627 ss.; M. MAUGERI, *"Pluralismo" e "monismo" nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)*, *ivi*, 637 ss.

¹² B.L. CUMBERLAND, J.D. IVY, *Coronavirus impact on executives and Board of Director Compensation*, in 39(6) *American Bankruptcy Institute J.*, 2020, 26.

¹³ R. RAJAN, D. DIAMOND, *The credit crisis: conjectures about causes and remedies*, in 99 (2) *American Econ. Rev.: Papers & Proceedings*, 2009, 606-610, reperibile in www.researchgate.net;

esternalità negative: ciò comporta una maggiore attenzione verso il processo decisionale adottato dagli amministratori nel compiere le scelte di gestione, specialmente in circostanze in grado di aggravare i limiti cognitivi dei *manager* e le conseguenze sulla collettività degli eventuali azzardi morali.

Non stupisce, dunque, che l'amplessissimo dibattito dottrinale sulla rilevanza degli interessi degli *stakeholder* nell'ambito delle decisioni delle grandi imprese abbia preso grande vigore in occasione delle appena citate crisi sistemiche¹⁴; in questo contesto, anche le più importanti istituzioni economiche mondiali hanno riconosciuto, tra le cause della Crisi finanziaria globale del 2008, un'eccessiva propensione al rischio nel processo di adozione delle decisioni imprenditoriali¹⁵. In particolare, poi, il Rapporto de Larosière (*The high-level group on financial supervision in the EU*, del 25 febbraio 2009)¹⁶, nella raccomandazione n. 117, indica il tema della remunerazione degli amministratori, e in particolare la struttura della stessa, come un punto di attenzione per le riforme future, mentre il *Financial*

O. BLANCHARD, *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper, 2009.

¹⁴Tra i più recenti contributi della letteratura sul tema, rinvio a U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019; C. ANGELICI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, in *Riv. soc.*, 2020, 4 ss.; R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, Il Mulino, 2020; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholders' empowerment*, in questa *Rivista*, 2021, 29; ID., *Due concetti di stakeholderism*, *ivi*, 2022, 37. P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 e ID., *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P. SANFILIPPO, R. VIGO, *Il, Impresa, Società, Crisi d'impresa*, Torino, Giappichelli, 2021, 671.

¹⁵Nel già richiamato rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission (Final Report of The National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in The United States)* del 2011, si afferma, in modo molto suggestivo, che «Too many of these institutions acted recklessly, taking on too much risk [...] Like Icarus, they never feared flying ever closer to the sun»; cfr. S. SCHWARCZ, M. PEIHANI, *Addressing Excessive Risk-Taking in the Financial Sector: A Corporate Governance Approach*, 2020, https://www.g20-insights.org/policy_briefs/addressing-excessive-risk-taking-in-the-financial-sector-a-corporate-governance-approach/: in cui si afferma che «Excessive corporate risk-taking [...] is widely seen as one of the primary causes of the global financial crisis». In particolare, per ciò che concerne i compensi, nello *Statement by Treasury Secretary Tim Geithner on Compensation* del 2009, reperibile in <https://home.treasury.gov/>, si rileva come «At many firms, compensation design unintentionally encouraged excessive risk-taking [...]».

¹⁶Reperibile sul sito www.europa.eu. Negli anni immediatamente successivi alla grande crisi globale era comune la convinzione che vi fosse una correlazione rilevante fra la crisi finanziaria e un aumento incontrollato dell'ammontare delle remunerazioni nel settore finanziario: cfr. il rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission*, istituita nel 2009 negli Stati Uniti (consultabile all'indirizzo <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, in particolare p. 61 ss.).

*Stability Forum*¹⁷, individua nei “*perverse incentives*” una causa dell’imporsi di una eccessiva propensione al rischio, in grado di mettere in serio pericolo il sistema finanziario globale¹⁸. Infine, come si legge nel Secondo considerando della già richiamata raccomandazione 2009/384/CE, vi è «un consenso diffuso» circa il fatto che pratiche retributive inadeguate, agevolando l’orientamento verso obiettivi di breve termine, hanno favorito «comportamenti eccessivamente rischiosi, contribuendo alle perdite significative subite da imprese finanziarie di grande importanza». Parallelamente, si è fatta strada la convinzione che la prevenzione delle crisi richieda un intervento sui processi decisionali interni¹⁹, ai fini di orientare gli amministratori verso la creazione di valore a lungo termine²⁰.

¹⁷ *FSF Principles for Sound Compensation Practices* (2009), 1, reperibile in www.fsb.org.

¹⁸ L’eccessiva propensione al rischio può essere collegata alla diffusione delle *stock option*, la quali, quando costituiscono una parte rilevante della retribuzione variabile, per le loro caratteristiche essenziali non sono certamente ininfluenti rispetto alle concrete modalità di assunzione delle decisioni degli amministratori, in quanto introducono, nella cernita fra le potenziali scelte in ordine alla gestione della società, elementi schiettamente riconducibili all’interesse patrimoniale dell’amministratore stesso. Nello specifico, lo strumento rappresentato dalle *stock option* può (questo può valere anche per altre forme di compenso variabile) indurre ad un’ottica di breve periodo e, quindi, può portare a sottovalutare quegli investimenti che risultino naturalmente privi di un ritorno immediato o, comunque, non siano immediatamente valutabili nel contesto di questo strumento di remunerazione variabile (e non diano, quindi, i relativi vantaggi). Potrebbe, dunque, accadere che questa importante forma di incentivazione, nonostante la sua originaria vocazione rivolta ad allineare gli interessi del *management* a quelli degli azionisti, giunga invece a penalizzare il *manager* che abbia operato al meglio per la società e gli azionisti, ma in un’ottica di lungo periodo. Non si può ignorare, inoltre, che lo scopo di monetizzare i vantaggi remunerativi può persino indurre ad adottare comportamenti abusivi, volti a gonfiare gli utili, oppure a nascondere la vera condizione della società (per mantenere elevato il valore delle azioni prima del realizzo); sul ruolo delle *stock option* nel caso *Enron*, si rinvia a R.J. SAMULESON, *Stock option Madness*, *The Washington Post*, 30 gennaio 2002, reperibile nell’archivio del sito www.washingtonpost.com; in ordine all’eccessiva assunzione di rischi provocata dalle *stock option*, a scapito della stabilità dell’impresa nel lungo periodo, si veda L. BEBCHUK, J. FRIED, (nt. 5). Queste caratteristiche hanno indotto il regolatore a porre un’attenzione specifica sulle *stock option*: lo Schema 7, Allegato 3A, regolamento Emittenti esige che siano fornite dettagliate informazioni relative al valore di mercato delle opzioni e degli altri strumenti finanziari assegnati nel corso dell’anno agli esponenti aziendali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

¹⁹ Per la necessità di un intervento nei sistemi di governance e di gestione delle società, cfr. A. DAHLSTRUD, *How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2006, reperibile in <https://online.library.wiley.com/>.

²⁰ C. MIO, A. VENTURELLI, R. LEOPIZZI, *Management by objectives and corporate social responsibility disclosure First results from Italy Accounting*, in *Auditing & Accountability J.*, 2015, reperibile in www.researchgate.net/. Per quanto riguarda gli effetti della struttura della remunerazione, sui comportamenti individuali, cfr. M. CAMPOBASSO, (nt. 8), 702 ss.; L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 505 ss. La dottrina, inoltre, osserva che le politiche di remunerazione sono in grado di influire non solo sulla gestione delle società, ma anche sulla stabilità dei mercati finanziari: SANTOSUOSSO, *Prefazione all’edizione italiana* di L. BEBCHUK, J. FRIED, (nt. 5), IX ss.

La crescente attenzione verso gli effetti della crisi ambientale e verso il rispetto dei diritti umani ha spinto gli interpreti non solo a porre attenzione alla creazione di valore nel lungo periodo, ma anche a ritenere opportuno orientare il processo decisionale verso il “paradigma della sostenibilità”²¹, quale modello di riferimento per valutare (e, dunque, premiare) l’azione dei gestori, in un contesto in cui anche le imprese, e specialmente le grandi società azionarie, sono chiamate a contribuire in modo determinante alla prevenzione di crisi su scala globale.

3. La trasparenza delle politiche di remunerazione: come “allineare” gli interessi degli amministratori a quelli dei soci.

Le norme dedicate alle politiche di remunerazione non sono solo di recente introduzione, ma sono anche caratterizzate da una repentina evoluzione, in cui si riconoscono due importanti momenti di discontinuità.

Il primo è focalizzato sulla trasparenza delle politiche di remunerazione: l’art. 123-ter T.U.F. entrato in vigore a seguito dell’art. 24 l. 4 giugno 2010, n. 96, che ha delegato il governo per l’attuazione delle Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE e 2009/385/CE, prevede, appunto, specifici obblighi di trasparenza nei confronti dei soci e, come vedremo, dei terzi. Il secondo irrompe nel dominio del merito delle politiche di remunerazione: con le modifiche apportate al già evocato art. 123 ter T.U.F. ad opera dell’art. 3, d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che attua la direttiva 2017/828/UE (SHRD II), nonché con il disposto dell’art. 9-bis SHRD (a sua volta richiamato dall’art. 123-ter, settimo comma, T.U.F.) sono stati conservati i già evocati obblighi di trasparenza, ma si aggiungono ulteriori elementi volti a delineare i contenuti della politica di remunerazione concretamente adottata dall’organo di gestione, mediante un riferimento esplicito alla necessità di perseguire interessi a lungo termine e il richiamo alle finalità di sostenibilità ambientale e sociale²².

Le due fasi evolutive appena richiamate si sono succedute in un contesto temporale abbastanza ravvicinato (tra il 2010 e il 2019), durante il quale si è progres-

²¹ Cfr. V. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la “sostenibilità ambientale”)*, in questa *Rivista*, 2022, 413 ss. Come confermano gli studi di sociologia, R. MURPHY, *Sustainability: A Wicked Problem*, in *Sociologica*, 2012, 1 ss., la sostenibilità, nell’interpretazione comunemente accolta, comporta il soddisfacimento dei bisogni attuali senza compromettere le generazioni future ed implica andare oltre le strategie di breve termine, per tenere in considerazione le conseguenze future del proprio agire. Ciò comporta, come evidenziato nel testo, che il riferimento alla sostenibilità implica un profondo adeguamento del processo decisionale degli attori economici.

²² Coerentemente, il regolamento Emittenti prevede, all’art. 84-*quater*, secondo comma *bis*, che la politica in materia di remunerazione «indica come contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ed è determinata tenendo conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società».

sivamente esteso il dibattito circa l'attualità della tradizionale impostazione incentrata sullo *shareholder value* a fronte della rilevanza di interessi ulteriori rispetto a quelli strettamente coinvolti dal contratto sociale. L'attuale assetto normativo, consolidatosi nel 2019, impone di verificare se, almeno con riferimento al settore delle remunerazioni degli amministratori delle società quotate, il legislatore abbia messo espressamente e definitivamente in discussione la concezione tradizionale che individua, come unico obiettivo della società, la soddisfazione dell'interesse dei soci alla massima valorizzazione dei loro investimenti; oppure se le nuove regole siano il risultato di un tentativo, solo parziale, di inserire nuovi criteri premiali (non finanziari) per gli amministratori delle società quotate, in un panorama ancora sostanzialmente caratterizzato dalla *shareholder primacy*.

Nella prima fase, caratterizzata come si osservava dalla previsione di pervasivi obblighi di trasparenza circa le politiche di remunerazione, si introduce un sistema piuttosto articolato, fondato sul voto dei soci (il c.d. *say on pay*)²³: le decisioni in materia di remunerazione sono adottate in perfetta autonomia dalla grande impresa, mentre ai soci è affidato il compito di reagire con il voto in assemblea di fronte ad eventuali eccessi²⁴, con l'effetto che la soluzione contro eventuali abusi è affidata alla creazione di correttivi che, originandosi dalle stesse parti in causa, e non da autorità²⁵ e fonti esterne, sono stati probabilmente visti come maggior-

²³ Si veda il par. 4.1 della raccomandazione 2004/913/CE: «Fatto salvo il ruolo e l'organizzazione degli organismi responsabili per stabilire le remunerazioni degli amministratori, la politica delle remunerazioni, nonché ogni sostanziale modificazione di detta politica, dovrebbe costituire un punto separato all'ordine del giorno dell'assemblea generale annuale»; il successivo par. 4.2 prevede che: «fatto salvo il ruolo e l'organizzazione degli organismi responsabili per stabilire le remunerazioni degli amministratori, la dichiarazione relativa alle remunerazioni dovrebbe essere sottoposta a votazione nell'assemblea generale annuale degli azionisti. Il voto può essere vincolante oppure consultivo». Sul punto, anche in chiave comparatistica, con riferimento all'applicazione del meccanismo del *say on pay* "forte" o "debole" (nel quale il voto è solo consultivo), si veda: G. FERRARINI, N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 611 ss. R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*², Oxford, Oxford University Press, 2009, 167 ss. M. CAMPOBASO, (nt. 8), 703; G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, 2; ID., *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal "nobile officium" ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss.; M. VITALI, *Un documento di consultazione britannico per la riforma della disciplina dei compensi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2012, 585.

²⁴ Il ruolo dell'assemblea è stato intensificato con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 mediante la previsione della vincolatività del voto sulla prima sezione della Relazione; rimane, invece, consultivo il voto sulla seconda sezione, relativa alla rappresentazione chiara e comprensibile della remunerazione; cfr. R. ROLLI, (nt. 14), 55 ss.

²⁵ Come invece stabilito per le remunerazioni degli organi delle società operanti nel settore dei servizi finanziari e nel settore assicurativo. Si veda, quanto alle prime, l'art. 53, comma 1, lett. d), T.U.B., che attribuisce alla Banca d'Italia il compito di emanare disposizioni di carattere generale

mente adatti ad un contesto – vale a dire la fissazione dell’ammontare e della struttura dei compensi – fortemente ed essenzialmente ancorato alle determinazioni dell’autonomia privata.

La disciplina dedicata alla Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi degli amministratori, prevista dall’art. 123-ter T.U.F. (introdotto dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259)²⁶, si inserisce in un più ampio complesso informativo, di cui fa parte anche la “Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari”, ed è caratterizzata da una serie di dettagliate prescrizioni relative al contenuto della relazione medesima²⁷ e da intensi oneri pubblicitari. La Relazione sulla remunerazione, infatti, costituisce l’apposito veicolo mediante il quale sono divulgate le informazioni in merito alla remunerazione e ad essa debbono fare riferimento gli azionisti e il pubblico degli investitori; per questo, la Relazione medesima deve essere depositata presso la sede della società almeno ventuno giorni prima dell’assemblea annuale e, sempre entro lo stesso termine, deve essere pubblicata sul sito internet della società o con altre modalità stabilite dalla CONSOB con regolamento (art. 123-ter, primo comma, T.U.F.).

Accanto alla c.d. “informazione preventiva”, vale a dire l’obbligo di mettere a disposizione del pubblico la Relazione sulla remunerazione secondo le modalità prescritte dall’art. 123-ter, primo comma, la società deve fornire del pubblico, secondo le modalità previste dall’art. 125-*quater*, secondo comma, T.U.F., un rendiconto sintetico delle votazioni. Questa pubblicità, successiva alla deliberazione, rende disponibile un’articolata serie di informazioni, fra le quali il numero di voti

aventi ad oggetto i sistemi di remunerazione e incentivazione, e la Parte I, Titolo IV, Capitolo 2 della Circolare di Banca d’Italia n. 285/2013, recante le Disposizioni di Vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari, cfr. A. CHILOIRO, *Le remunerazioni degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, in *Banca impr. soc.*, 2017, 81.

²⁶ La norma adotta un’amplissima nozione di “remunerazione”, comprendente certamente anche i trattamenti previsti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto (i *golden parachute*). Sono inclusi anche i benefici di carattere non monetario e, quindi, anche i *fringe benefit* sono oggetto di quantificazione economica (Schema 7-*bis* dell’Allegato 3A, tabella 1, regolamento Emitenti), con la conseguenza che le politiche adottate dalla società su questi aspetti devono essere esplicitate nella prima sezione della Relazione e sottoposte, come si avrà modo di osservare, al voto dell’assemblea.

²⁷ Mentre la prima sezione della Relazione è dedicata all’enunciazione della politica della società in materia di remunerazione, nonché all’esposizione delle procedure utilizzate per l’adozione e l’attuazione della sopracitata politica, la seconda sezione della Relazione (art. 123-ter, quarto comma), contiene l’illustrazione delle singole voci della remunerazione, nominativamente per i componenti degli organi di amministrazione e controllo e i direttori generali e, invece, in forma aggregata per i dirigenti con responsabilità strategiche. Sui flussi informativi riguardanti la remunerazione degli amministratori, rinvio a M. DEL LINZ, *sub art. 123-ter. Relazione sulla remunerazione*, in *Commentario al Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria*, a cura di F. VELLA, II, Torino, Giappichelli, 2012, 1310; M. CAMPOBASSO, (nt. 8), 714 e A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 77 ss.

favorevoli o contrari alla delibera e il numero di astensioni, con l'effetto non solo di informare circa l'orientamento favorevole o contrario dell'assemblea, ma anche di evidenziare la reale entità dell'eventuale dissenso manifestato dai soci²⁸.

Gli obblighi di trasparenza delineati dall'art. 123-ter T.U.F. si prefiggono l'obiettivo di ottenere i migliori sistemi di remunerazione e incentivazione possibili, in grado di allineare gli interessi degli azionisti e degli amministratori in una prospettiva di lungo periodo²⁹ e, al contempo, di limitare l'estrazione di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza³⁰. In questo contesto, le dinamiche di mercato hanno un ruolo centrale³¹: la trasparenza non incide direttamente sul contenuto della politica di remunerazione e sui suoi effetti, ma agevola il mercato nelle sue scelte³², in una situazione in cui, anche per questo genere di decisioni,

²⁸ L'obbligo di porre a disposizione del pubblico l'esito della votazione, e quindi le percentuali di voti favorevoli e contrari, fa sì che il meccanismo del *say on pay* metta il mercato nelle condizioni di poter meglio valutare quali effettivamente siano i rapporti tra *manager* e azionisti, nonché lo stato del vincolo fiduciario che lega i primi ai secondi: cfr. M. RABITTI, P. SPATOLA, *sub art. 123-ter*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, Torino, Utet, 2012, 1715. Pertanto, le informazioni relative all'esito della votazione consentono al pubblico di valutare questo esito, nell'ambito delle diverse circostanze che concorrono alla decisione di investire nella società; gli azionisti, per contro, possono decidere di disinvestire, in applicazione della c.d. *Wall Street Rule*. Come si legge nel Documento di consultazione CONSOB del 10 ottobre 2011, n. 7: «La *disclosure* delle remunerazioni degli amministratori svolge due importanti funzioni. Da una parte, permette agli investitori di accedere a informazioni sul sistema di incentivi vigente in ogni impresa, favorendo una più accurata valutazione della società e l'esercizio su base informata dei diritti degli azionisti (...). Dall'altra, la trasparenza sulle remunerazioni può essere un valido meccanismo attraverso cui responsabilizzare gli organi competenti a definire i compensi». Cfr. M.L. VITALI, M. MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, 2014, reperibile in www.dirittobancario.it

²⁹ Eco di questa impostazione della questione si trova anche in provvedimenti molto recenti, come la SHRD II, che al considerando n. 28 recita: «Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società». In effetti, la direttiva impone agli Stati membri di prevedere che gli azionisti si pronuncino sulla remunerazione degli amministratori: *ex ante*, con cadenza almeno quadriennale o in caso di «modifiche rilevanti», sulla politica di remunerazione (art. 9-*bis*) ed *ex post* sulla relazione che annualmente descrive ed illustra i compensi concessi nell'ultimo esercizio finanziario (art. 9-*ter*).

³⁰ Cfr., in tema di «estrazione di rendite private», G. FERRARINI, N. MOLONEY, (nt. 23), 590; cfr. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo 114 bis T.U.F.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 129.

³¹ Come osserva M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile"*, (nt. 11), 54, la centralità delle dinamiche di mercato ha ispirato la Riforma delle società di capitali del 2003 e la massimizzazione dello *shareholder value* è visto come la più razionale delle soluzioni per conseguire la migliore efficienza dell'impresa.

³² Gli obblighi di trasparenza e, in particolare, il *say on pay* agevolano i meccanismi del mercato,

l'impresa e gli amministratori sono spinti a tenere in seria considerazione le preferenze degli investitori. Il risultato consiste nel bilanciamento delle reciproche posizioni, grazie al quale sono adottate le decisioni ottimali in cui gli incentivi, vale a dire la componente variabile della remunerazione, sono in grado di allineare gli interessi dei *manager* a quelli degli azionisti.

Dato che il raggiungimento dell'obiettivo prefissato dipende unicamente dalle iniziative dei privati, un grande limite è rappresentato dalla possibile inerzia degli azionisti e del pubblico degli investitori³³. Studi empirici hanno messo in evidenza come in merito all'esito favorevole o meno della delibera non è influente la struttura proprietaria della società³⁴, con la conseguenza che l'eventuale effetto reputazionale di una delibera sfavorevole, a fronte di una determinata politica di remunerazione, può realizzarsi, o meno, a seconda delle concrete condizioni in cui versa la società. Il meccanismo del *say on pay* nel contesto italiano, quando sussista una significativa presenza degli azionisti di controllo nella compagine sociale³⁵, può, dunque, non avere l'auspicata valenza "segnalatica" nei confronti del pubblico degli investitori. Il meccanismo in esame, dunque, per risultare efficace deve poter avvalersi dell'iniziativa di minoranze consapevoli e, in particolare, di investitori istituzionali³⁶.

Infine, il già richiamato allineamento degli interessi degli amministratori a quelli dei soci può, in concreto, condizionare in peggio l'attività decisionale degli

in quanto consentono una più efficiente e consapevole allocazione delle risorse: si dà infatti la possibilità alle forze del mercato di limitare la tendenza degli esecutivi ad ottenere stipendi eccessivi. In questo contesto, la trasparenza relativa ai livelli dei compensi e ai criteri utilizzati per determinarli può dissuadere gli amministratori delegati dall'abusare dei propri poteri; cfr. K.J. MURPHY, *The Politics of Pay: A Legislative History of Executive Compensation*, 2011, reperibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1916358>; cfr. B. HOLMSTRÖM, *Moral Hazard and Observability*, 1979, reperibile in <https://duke.edu/>, in cui si osserva che le regole di trasparenza rispondono all'esigenza di mettere i soci in condizione di essere informati in merito alle politiche di remunerazione e, per conseguenza, in merito alla probabilità che queste politiche in concreto siano in grado di massimizzare il valore per gli azionisti. In questo contesto, le regole in tema di trasparenza e i meccanismi di *say on pay* operano al fine di affrontare l'azzardo morale tra soci e ceo. In particolare, il meccanismo del *say on pay* comporta un monitoraggio periodico da parte degli azionisti: J. FISCH, D. PALIA, S. DAVIDOFF SOLOMON, *Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance*, 2018, reperibile in <https://www.ecgi.global/>, in cui si osserva che «giving shareholders a say on pay would both reduce overall pay levels and incentivize boards to tie executive pay to firm performance».

³³ Le caratteristiche del meccanismo di *say on pay*, adottato a seguito dell'introduzione dell'art. 123-ter T.U.F., fanno sì che non vi sia alcuna garanzia concreta che la politica di remunerazione illustrata in una Relazione che abbia avuto il voto favorevole dell'assemblea sia necessariamente ragionevole ed opportuna.

³⁴ M. BELCREDI S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say on pay*, in *Quaderni di finanza CONSOB*, 2015, 23.

³⁵ Come trova conferma negli studi riportati da M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, (nt. 34), nei casi in cui si riscontri una forte e compatta presenza degli azionisti di controllo, il dissenso espresso attraverso il meccanismo del *say on pay* risulta essere mediamente basso.

³⁶ Cfr. CAMPOBASSO, (nt. 8), 726; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.

amministratori, quando la parte variabile della remunerazione (si pensi ad esempio al ricorso alle *stock option*)³⁷ sia in grado di orientare l'agire secondo considerazioni di breve periodo³⁸.

4. *Il contenuto delle politiche di remunerazione dopo l'attuazione della SHRD II: la rilevanza della sostenibilità ambientale e sociale.*

Come si anticipava, nella descritta parabola normativa il secondo momento di discontinuità corrisponde alle modifiche apportate all'art. 123-ter, terzo comma bis, T.U.F., dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, in attuazione della SHRD II: le nuove regole vanno a precisare che la politica di remunerazione "contribuisce" (testuale) alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. L'art. 9-bis SHRD, inoltre, espressamente richiamato dall'art. 123-ter, settimo comma, T.U.F., fa un chiaro riferimento alla sostenibilità ambientale e sociale.

Permangono, sostanzialmente inalterati, gli obblighi di trasparenza sulle politiche di remunerazione e sui compensi appena presi in considerazione, ai quali si aggiunge appunto una disciplina che mostra di entrare specificamente nel merito delle politiche stesse: non solo si nega la legittimità di un agire caratterizzato da un breve orizzonte, volto a soddisfare le immediate pretese di una ristretta cerchia di soggetti³⁹, ma soprattutto si impone di dare concreta rilevanza anche alle esi-

³⁷ Si veda *supra*, par. 2, nt. 18.

³⁸ Cfr. M. ONADO, (nt. 8), 106 s.; S. BOZZI, (nt. 8), 161 ss. e V. CALANDRA BUONAURO, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di G. Zanarone*, a cura di P. BENAZZO, M. CERA, S. PATRIARCA, Torino, Utet, 2011, 657 s.; L. BEBCHUK, J. FRIED, *Paying for long-term performance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, 1915 ss. reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1535355>.

³⁹ In particolare, il riferimento al perseguimento degli interessi a lungo termine risulta in grado di allineare gli interessi degli amministratori con quelli dei soci, o almeno di alcuni dei soci e risulta presente anche nel Codice di *Corporate Governance* nell'art. 5, «Remunerazione», Raccomandazioni, 28, con riferimento all'allineamento, nei piani di remunerazione basati su azioni per gli amministratori esecutivi e il *top management*, con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine; il riferimento al perseguimento di interessi di lungo termine è coerente con quanto previsto dall'art. 1, Principio I, in cui si statuisce che l'organo amministrativo guida la società perseguendone il successo sostenibile, con la raccomandazione n. 1, in cui si prevede che l'organo amministrativo: «a) esamina e approva il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine (...)», mentre nelle Definizioni si ricava lo stretto intreccio tra successo sostenibile e perseguimento degli interessi a lungo termine, in quanto il «successo sostenibile» è, appunto, definito come «l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la

genze ambientali e sociali, con l'effetto che, come si precisa nella SHRD II, i risultati degli amministratori «dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo»⁴⁰. L'art. 9-bis SHRD che, come si diceva, è richiamato dal settimo comma dell'art. 123-ter, contiene ulteriori indicazioni sul versante dei contenuti: con riferimento alla politica relativa alla remunerazione variabile, infatti, la norma precisa che devono essere indicati i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, «tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa»; inoltre, il complesso delle informazioni rivolte agli azionisti e al pubblico deve includere la metodologia utilizzata per tenere conto «del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione» (art. 9-bis, sesto comma), contribuendo a rivelare il grado di sostenibilità dell'impresa e, in particolare, la sostenibilità sociale⁴¹.

società». In argomento, rinvio a M. STELLA RICHTER jr, *Profili attuali dell'amministrazione nelle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416 ss.; il Codice di *Corporate Governance* si conforma all'esperienza di altri Codici continentali, come ad esempio *The Dutch Corporate Governance Code* che, al principle n. 3.1, precisa che «*The remuneration policy applicable to management board members (...) should focus on long-term value creation*»; si veda, altresì, il documento *Principles of Corporate Governance*, del Luxembourg Stock Exchange, reperibile in www.bourse.lu/corporate-governance, principle n. 7, in cui si afferma che: «*The company shall establish a fair remuneration policy for its Directors and the members of its Executive Management that is compatible with the long-term interests of the company*». Inoltre, i *Principles of Purposeful Business* della *British Academy* del novembre 2019 prevedono che «*Corporate financing should be of a form and duration that allows companies to fund more engaged and long-term investment in their purpose*»; mentre l'*UK Stewardship Code 2020*, statuisce che «*stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society*». Il riferimento al perseguimento di interessi a lungo termine della società attiene alla conformazione stessa del processo decisionale interno, che deve essere orientato a valorizzare interessi più complessi rispetto ad iniziative di immediato realizzo, con l'effetto dell'esonero da responsabilità, per gli amministratori che, avendo tenuto conto degli interessi di lungo periodo, possano, ad esempio, aver adottato decisioni sfavorevoli al perseguimento di vantaggi immediati per la società ed i soci. Va detto che sussistono autorevoli perplessità in merito alla portata precettiva del richiamo al perseguimento degli interessi a lungo termine; cfr. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, a cura di M. CASTELLANETA, F. VESSIA, Napoli, Esi, 2019, 30 ss.; M. STELLA RICHTER jr, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; ID., *Il «successo sostenibile» del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, in www.diritto bancario.it, febbraio 2021; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 615.

⁴⁰ Si veda il Ventiduesimo considerando della SHRD II, ove si legge che «la politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo».

⁴¹ La rilevanza degli aspetti specificamente indicati dal legislatore ed inerenti alla sostenibilità

Il legislatore, infine, non si limita ad esigere che, nel merito, la politica di remunerazione sia funzionale al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ma, come avviene per l'illustrazione della politica stessa (in ordine alla quale si richiede l'indicazione delle procedure utilizzate per l'adozione ed attuazione), impone che sia esplicitato il modo con cui si intende raggiungere l'obiettivo (art. 123-ter, terzo comma *bis*). Questi intensi obblighi di trasparenza sulle modalità di perseguimento degli scopi indicati dalla legge, dunque, non si esauriscono nel richiedere alla società una mera enunciazione di principio, ma si estendono al processo di realizzazione, comportando uno sforzo di concretezza che dovrebbe consentire di dissuadere dalla tentazione di ricorrere a formulazioni generiche e prive di concreti riscontri⁴².

ambientale e sociale porta a collocare questi temi nell'ambito del processo di assunzione delle decisioni di gestione, inducendo così gli amministratori a tenere in dovuta considerazione questioni in passato lasciate sullo sfondo (o, comunque, prese in considerazione al solo fine di evitare vertenze legali o reazioni dell'autorità) e che invece, ora, rispondono ad esigenze sempre più sentite. Si tratta di processo di assunzione delle decisioni che risulta orientato al *thinking slow*, ossia il sistema di pensiero riflessivo, intenzionale e logico, attivato quando l'individuo pone attenzione a più elementi di giudizio per operare una scelta complessa; cfr. D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, Penguin Books, 2011. In questo contesto, inoltre, una più intensa attenzione verso i temi sociali e ambientali consente una più attenta gestione del rischio, per la società, di essere chiamata a risarcire eventuali danni cagionati.

⁴² A questo proposito, il Comitato per la Corporate Governance, nelle Raccomandazioni per il 2023 (Relazione 2022 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, Decimo Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina, reperibile in www.dirittobancario.it), suggerisce un adeguato bilanciamento tra componente fissa e componenti variabili del compenso: la remunerazione degli Amministratori esecutivi e dei Dirigenti con responsabilità strategiche dev'essere definita in modo tale da rendere coerenti i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine. La raccomandazione risulta del tutto opportuna, se si pensa che – come risulta dalla Relazione medesima (p. 47) – il 31% delle Società quotate non prevede meccanismi di remunerazione variabile legati a obiettivi di lungo termine (di cui il 19% prevede soltanto una componente variabile legata a obiettivi di breve termine e il 12% non prevede alcuna componente variabile). Inoltre, nelle raccomandazioni si suggerisce che l'integrazione degli obiettivi di sostenibilità dell'impresa nel lungo termine dovrebbe influire sugli obiettivi cui è parametrata, almeno in parte, la remunerazione variabile degli Amministratori esecutivi. Il Comitato ha, infine, registrato un aumento dei casi in cui almeno parte della remunerazione variabile appare espressamente legata a obiettivi di performance non finanziaria, a dimostrazione della maggiore attenzione delle Imprese per l'utilizzo di criteri legati al raggiungimento di obiettivi strategici di tipo ambientale e sociale, situazione verificata soprattutto nelle Società di grandi e medie dimensioni. Ciononostante, la qualità di tali obiettivi varia significativamente: circa il 40% delle Società ha previsto chiari obiettivi: ambientali (32%), o obiettivi di natura sociale (di cui il 5% per obiettivi di salute e sicurezza sul lavoro o legati alla catena di fornitura; 6% per obiettivi di welfare aziendale, inclusa la *diversity*), mentre nel restante circa 60% dei casi le società continuano a prevedere obiettivi generici di "ESG" o di "sostenibilità" che non rispondono ai criteri di misurabilità raccomandati dal Codice per le componenti variabili (p. 48). Si dimostra, quindi, fondamentale che le imprese prendano atto che la previsione di meccanismi di incentivazione legati a obiettivi di sostenibilità si accompagna necessariamente alle indicazioni circa gli specifici obiettivi da raggiungere e

Le indicazioni sul contenuto della politica di remunerazione contenute nell'art. 123-ter T.U.F. e nella SHRD II dimostrano di avere un obiettivo ulteriore rispetto agli obblighi di trasparenza già esaminati: questa parte della disciplina sulle politiche di remunerazione non risulta orientata solo all'allineamento degli interessi di amministratori e soci, ma si rivolge alla tutela di interessi esterni alla società, sinteticamente riferibili alla sostenibilità ambientale e sociale. Sul punto, si esprime chiaramente il Quattordicesimo considerando della direttiva: il maggiore coinvolgimento degli azionisti non è visto unicamente in termini di "allineamento degli interessi", ma – «rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite»⁴³.

5. *L'applicazione delle regole sulle politiche di remunerazione e la rilevanza del "contesto" normativo, tra norme di legge e soft law.*

Come si diceva, le politiche di remunerazione non rappresentano solo la sintesi di decisioni strategiche già adottate (in relazione al compenso degli amministratori), ma sono anche in grado di produrre effetti sullo stesso procedimento di assunzione delle decisioni degli amministratori e, in prospettiva, sulla propensione al rischio di costoro. Il riferimento alla sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione è in grado, almeno in via di principio, di condizionare il comportamento degli amministratori delle società quotate⁴⁴.

Vi sono, tuttavia, due tratti distintivi della disciplina in questione che meritano un approfondimento. Il primo consiste nell'innegabile ampiezza e varietà delle scelte riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale, in mancanza di qualsia-

le modalità operative da adottare. Si veda, per il periodo precedente, P. MARCHETTI, *Sull'attuazione del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 1416 ss.

⁴³ Cfr. M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile"*, (nt. 11), 58; ID., *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss. Il perseguimento dei risultati non finanziari consente di migliorare la reputazione dell'impresa e a renderla più competitiva in un contesto in cui i consumatori sono sempre più sensibili alla tutela dell'ambiente e alla difesa dei diritti umani; per l'analisi degli scopi dell'Agenda ONU per il 2030, si veda A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023, 20 ss.

⁴⁴ Si può osservare che la normativa italiana appare, sul punto, un poco "timida": la valorizzazione degli interessi degli *stakeholder* è esplicitata in modo molto più chiaro nell'ambito della SHRD II, in particolare nell'art. 9-bis SHRD, a sua volta, come si diceva, richiamato dal settimo comma dell'art. 123-ter T.U.F. Ciò risulta evidente se si considera, invece, l'attuazione della SHRD II da parte dell'ordinamento tedesco, in cui il § 87, Abs 1, parte seconda, *AktG* lega espressamente i compensi dei componenti del consiglio di gestione delle società quotate allo «sviluppo sostenibile e di lungo periodo delle società».

si indicazione in ordine al “peso” che le scelte di sostenibilità devono avere rispetto alla strategia complessiva dell’impresa. Il secondo riguarda l’assenza di effettive forme di reazione, o di un concreto apparato sanzionatorio, da attivare nel caso in cui le norme risultino violate⁴⁵.

Per quanto riguarda quest’ultimo aspetto, le disposizioni sulla trasparenza delle politiche di remunerazione vanno ad agevolare, come si osservava, quelle forme di reazione provenienti dal mercato che possano riequilibrare i rapporti negoziali. Si tratta di reazioni, nella sostanza, affidate all’iniziativa di quei soci che siano in grado di trovare la forza di contrapporsi, specialmente quando si tratti di scongiurare situazioni “estreme” di indebita estrazione di ricchezza da parte del *management*. Allo stesso tempo, la trasparenza consente agli investitori, e ai futuri soci, di giudicare positivamente o negativamente le politiche di remunerazione, con le relative conseguenze sul valore e l’appetibilità delle azioni.

Con l’attuazione della SHRD II, e l’intervento diretto sui contenuti delle politiche di remunerazione, ci si poteva attendere un diverso approccio circa la concreta azionabilità delle norme, specialmente quando una reazione risulti necessaria perché le esigenze di sostenibilità sociale o ambientale, magari correttamente richiamate nella Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, sono in concreto disattese, dissimulate da una più o meno riuscita operazione di *greenwashing*. Le forme di reazione però rimangono, come prima, strettamente legate alle eventuali “risposte” dei privati e, nello specifico, dei soci: costoro possono manifestare, in assemblea, il dissenso rispetto alla politica di remunerazione mediante il voto vincolante⁴⁶; mentre al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio è affidata la semplice verifica dell’avvenuta predisposizione della seconda sezione della Relazione, quella parte della Relazione medesima che risulta dedicata non alla politica di remunerazione, ma ai compensi corrisposti (art. 123-ter, ottavo comma *bis*, T.U.F.)⁴⁷. La sostanziale assen-

⁴⁵ La disciplina contenuta nell’art. 123-ter T.U.F. risulta composta da norme imperative, dettate nell’interesse generale, la cui concreta attuazione, tuttavia, dipende, come si è avuto occasione di rilevare, dall’iniziativa dei privati, vale a dire dal voto sfavorevole alla proposta di una certa politica di remunerazione nel corso dell’assemblea. In assenza di un efficace apparato sanzionatorio, il richiamo alla strategia dell’impresa e alla sostenibilità ambientale e sociale rappresenta, comunque, una rilevantissima scelta di campo. Occorre, tuttavia, verificare se la scelta orientata verso la valorizzazione dei profili di sostenibilità ambientale e sociale enunciata nell’art. 123-ter T.U.F. abbia, nella realtà, una valenza solo “segnaletica”, per indirizzare verso un comportamento auspicabile, o quantomeno caldeggiato (quasi una sorta di “*nudge*”, o spinta gentile), oppure se si tratti, come appare preferibile, di una normativa supportata da forme di reazione e, quindi, da un più o meno intenso, apparato sanzionatorio, almeno in senso lato, eventualmente ricavabile, si anticipa rispetto al testo, dal sistema in cui la disciplina stessa risulta immersa.

⁴⁶ Invece, per la seconda sezione della Relazione medesima, la norma dispone che i soci si esprimano con un voto consultivo.

⁴⁷ A ciò si potrebbe aggiungere l’applicazione del disposto dell’art. 2389, terzo comma, c.c. che sottopone la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello

za di una possibile reazione che vada oltre le “risposte” dei privati (come il voto in assemblea)⁴⁸ converge con la sostanziale libertà di scelta degli amministratori, in un contesto in cui è il mercato a doversi far carico, indirettamente, del contrasto a politiche insoddisfacenti, poco lungimiranti e, soprattutto per ciò che qui interessa, disattente rispetto alle questioni sociali ed ambientali.

Se si guarda, però, al complesso sistema normativo cui appartengono le disposizioni sulle politiche di remunerazione, e alle reciproche interazioni tra norme di legge, raccomandazioni e precetti di *soft law*, gli obblighi relativi alla sostenibilità ambientale e sociale contenuti nell’art. 123-ter T.U.F. acquisiscono una maggiore intensità.

Nel sistema appena menzionato, infatti, confluiscono le già richiamate Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE, quali interventi meno incisivi, ma attenti a sollecitare una diffusione spontanea di condotte virtuose. Un ruolo particolarmente rilevante, inoltre, è rivestito dalle esperienze di *soft law* diffuse in gran parte dei Paesi dell’UE, tra cui il nostro Codice di Corporate Governance del 2020⁴⁹, che dà specifica enfasi alla «creazione di valore nel lungo termine», a beneficio degli azionisti, «tenendo conto anche degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società»: la «creazione di valore nel lungo termine» è, anche qui, posta in relazione al perseguimento del successo sostenibile.

Le disposizioni del Codice di Corporate Governance e le previsioni in tema di remunerazione contenute nell’art. 123-ter T.U.F. rivelano una connessione stretta e significativa tra di loro⁵⁰, come si evidenzia dalla lettura dei Principi enunciati dall’art. 5 del Codice medesimo, nei quali i riferimenti ad una politica per la remunerazione «funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società»

statuto, attribuita alla competenza del consiglio di amministrazione, al parere del collegio sindacale: l’organo di controllo potrebbe essere chiamato a sollecitare il rispetto delle previsioni di legge in tema di politiche di remunerazione, pure con riferimento ai profili di sostenibilità ambientale e sociale, anche nell’ottica della verifica circa l’avvenuta predisposizione di adeguati assetti. Si potrebbe prospettare anche una competenza generale dell’organo di controllo in merito all’osservanza di quanto previsto dall’art. 123-ter T.U.F. in merito al perseguimento di finalità di sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione, facendo leva sulla competenza del collegio sindacale in merito al rispetto della legge. Manca, tuttavia una specifica previsione in merito, come invece avviene per la rendicontazione non finanziaria (art. 3, settimo comma, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254).

⁴⁸ Si tratta, inoltre, di “risposte” che i privati forniscono senza aver alcun obbligo di informarsi, nel proprio esclusivo interesse e senza alcun vincolo di oggettività; questa circostanza potrebbe consentire agli amministratori di ignorare le disposizioni in tema di sostenibilità ambientale e sociale senza che il sistema delineato dall’art. 123-ter possa “reagire”.

⁴⁹ Cfr. G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss. e, per un’opinione fortemente critica sulla genericità delle indicazioni, F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, p. 235 ss.

⁵⁰ Come già evidenziato da M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile”*, (nt. 11), 52 ss.

(Principio XV) e a piani di remunerazione «basati su azioni che incentivano l'allineamento con gli interessi degli azionisti in un orizzonte di lungo termine» (raccomandazione 28) presentano una forte assonanza con quanto previsto dall'art. 123-*bis*, terzo comma *ter*, T.U.F., specialmente in ordine al fatto che la politica di remunerazione deve contribuire «alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società». Più esplicita è la raccomandazione 27, lett. *c*, del già citato art. 5 del Codice di Corporate Governance, in cui si assiste all'esplicito richiamo al «successo sostenibile» da includere tra gli obiettivi di performance ai quali, in coerenza con gli obiettivi strategici della società, può essere legata l'erogazione delle componenti variabili del compenso degli amministratori esecutivi e del top management, utilizzando, ove rilevanti, anche parametri non finanziari e legati in parte significativa ad un orizzonte di lungo periodo.

Il significativo legame tra quanto previsto dall'art. 123-*ter* T.U.F. ed i precetti di *soft law* contenuti nel Codice di Corporate Governance comporta un sostanziale rafforzamento degli obblighi contenuti nella norma di legge, in quanto nel caso di inottemperanza o di sostanziale elusione può essere attivato, in ordine al mancato adempimento alle regole di autodisciplina alle quali la società dichiara di aderire, il meccanismo definito come *comply or explain*, previsto dall'art. 123-*bis*, secondo comma, T.U.F.⁵¹.

Il complesso sistema di cui fanno parte le regole sulla remunerazione si intreccia anche con la disciplina delle informazioni non finanziarie (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 e dir. 2022/2464/UE, ai quali si aggiunge il reg. UE 2020/852 o “regolamento Tassonomia”). Si tratta di norme fortemente orientate a rendere rilevanti, per l'impresa, questioni relative all'ambiente, alla società, al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione (art. 3, primo comma, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254)⁵², in un contesto in cui i temi appena evocati, riferibili alla sostenibilità ambientale e sociale, sono oggetto, nei rapporti interni alla società, di una specifica valutazione al fine della determinazione dei compensi degli amministratori, in ottemperanza alla politica dichiarata *ex art.* 123-*ter* T.U.F. Questo collegamento tra le dichiarazioni non finanziarie dell'impresa e le norme in tema di politiche di remunerazione va ad intensificare il contenuto delle politiche medesime, almeno sul versante del perseguimento della sostenibilità ambientale e sociale.

Tra la disciplina in tema di politiche di remunerazione e le regole sulle informazioni non finanziarie vi è, come si diceva, un significativo legame. Queste ul-

⁵¹ Cfr. M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile”*, (nt. 11), 52 ss. L'effetto curioso di questo intenso intreccio tra *soft law* e legge (l'art. 123-*ter* T.U.F.) consiste, in definitiva, nel fatto che il sistema normativo entro cui opera la *soft law* contribuisce a dare “forza” alla legge.

⁵² In argomento, rinvio a S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.

time, inoltre, sono state oggetto di un'evoluzione che si pone in parallelo rispetto alla parabola normativa delle regole sui compensi: come è accaduto per le remunerazioni degli amministratori delle società quotate, le previsioni in materia di rendicontazione non finanziaria si pongono primariamente in funzione di trasparenza sulle scelte, che rimangono sempre di competenza della società⁵³, salvo poi "orientare la gestione" focalizzando l'attenzione verso gli interessi degli *stakeholder*, posto che l'obbligo di fornire "informazioni non finanziarie" induce l'impresa a prendere atto con maggiore consapevolezza del contesto in cui opera⁵⁴, spinge a migliorare la reputazione dell'impresa stessa e i suoi rapporti con gli *stakeholder* e, soprattutto, attribuisce rilevanza giuridica ad interessi generali, riconducibili a diverse classi di *stakeholder*. Prosegue su questa linea, che va dalla previsione di (mere) regole di trasparenza per giungere ad orientare la gestione in modo più incisivo verso gli scopi di sostenibilità ambientale e sociale, la direttiva 2022/2464/UE (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, o "direttiva CSRD")⁵⁵, che supera il precedente meccanismo, fondato sul criterio *comply or explain*, ed impone l'obbligo di fornire, in ogni caso, una serie di informazioni, che vanno a comporre il rendiconto di sostenibilità dell'impresa⁵⁶ ed includono l'attività del gruppo e la sua catena del valore, per consentire agli utilizzatori della dichiarazione di sostenibilità di comprendere gli impatti significativi dell'attività complessiva.

Il complesso sistema appena delineato, di cui fanno parte le disposizioni in materia di remunerazione degli amministratori, le previsioni del Codice di Corpo-

⁵³ Come osserva U. TOMBARI, "Potere" e "interessi", (nt. 14), 74 ss., la disciplina si fonda sul riconoscimento della facoltà degli amministratori di realizzare politiche a favore di uno o più *stakeholder*, senza entrare nel tema dei "limiti" entro i quali questa facoltà possa essere esercitata.

⁵⁴ Come osserva F. DENOZZA, *Scopo della società e interesse degli stakeholders: dalla "considerazione" all'"empowerment"*, in AA.VV., *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, (nt. 39), 77, la regolazione sulla *non-financial disclosure* è volta ad indurre i gestori a considerare questi aspetti e non intende incidere direttamente sul loro comportamento; cfr. S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, *ivi*, 122, nt. 11; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra narrazione e misurazione delle politiche di sostenibilità*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, (nt. 4), 209 e S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss., ove si osserva che «la logica sottointesa è che la trasparenza inneschi un incentivo per le società a tenere conto di queste tematiche nella gestione nella misura in cui ciò sarà apprezzato o viceversa non premiato dal mercato, e cioè dagli investitori attuali e potenziali».

⁵⁵ In argomento, rinvio a M. RESCIGNO, *Note sulle "regole" dell'impresa "sostenibile". Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 165 ss. G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 145 ss.

⁵⁶ M. PALMIERI, *L'informazione non finanziaria e il bilancio di sostenibilità*, in questa *Rivista*, 2023, 273 ss. L'informazione non finanziaria è stata rafforzata anche dal reg. 2020/852/UE (c.d. regolamento Tassonomia), che ha classificato in maniera dettagliata le condotte ecosostenibili delle imprese e quelle contrarie; cfr. A. GENOVESE, (nt. 43), 77 ss.; R. ROLLI, (nt. 14), 42 ss.; D. BUSCH, *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in 18(3) *Capital Markets Law J.*, 2023, reperibile in <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmad005>.

rate Governance e le norme che regolano il rendiconto di sostenibilità dell'impresa, concerne le scelte e le strategie gestionali. Se si allarga l'orizzonte oltre il profilo della gestione, si può immediatamente constatare come le regole appena richiamate operino in un contesto in cui i legislatori stanno intervenendo progressivamente con norme di principio sull'attività e sugli scopi delle società di capitali; la presenza di queste norme comporta necessariamente sostanziali ricadute sull'attività di gestione, sulle decisioni degli amministratori e, dunque, sui parametri da seguire per determinare la remunerazione di questi ultimi.

Si pensi al *Company Act* inglese del 2006: nella *Section 172* sono valorizzati gli interessi degli *stakeholder*, in un contesto in cui i doveri degli amministratori sono rivolti verso la promozione del successo della società *for the benefit of its members as a whole*, considerando, fra l'altro, anche gli interessi dei dipendenti, le conseguenze delle decisioni nel lungo termine, nonché l'impatto sull'ambiente e sulla reputazione della società⁵⁷. Grande risonanza ha avuto, poi, la *Loi Pacte*⁵⁸, che ha modificato l'art.1833 del *Code Civil* francese, introducendo la previsione secondo cui «*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*». In particolare, si osserva come la stessa *Loi Pacte* abbia, parallelamente, manifestato un'espressa attenzione per la remunerazione degli amministratori delle società quotate, con la modifica dell'art. L. 225-37-3 del *Code de Commerce*, con cui ora si dispone che le remunerazioni del presidente del consiglio di amministrazione e di ciascun amministratore delegato siano rapportate, secondo specifici criteri, alla remunerazione media dei dipendenti della società all'interno del gruppo e che sia dato conto dell'evoluzione di questo rapporto nel corso dei cinque esercizi precedenti.

Per vero, le regole in materia di politiche di remunerazione, quando legano i

⁵⁷ Va, comunque, rilevato che gli interessi degli *stakeholder* sono valorizzati in modo "indiretto", quale riflesso di un metodo di gestione che deve avere riguardo, tra l'altro, alle conseguenze delle decisioni nel lungo termine e all'impatto delle operazioni della società sulla comunità e sull'ambiente, oltre alla necessità di favorire relazione d'affari con fornitori e clienti e di tenere conto degli interessi dei dipendenti. Questa soluzione normativa risulta ispirata ai principi della *Enlightened shareholder value (ESV)* che prevede la promozione del benessere degli azionisti nell'ambito di un orientamento verso il lungo periodo, favorendo la crescita sostenibile e compatibile con una responsabile attenzione verso un'ampia serie di interessi rilevanti degli *stakeholder*: R. WILLIAMS, *Enlightened shareholder value in UK Company Act*, in 35(1) *UNSW Law Journal*, 2012, 360; D.K. MILLON, *Enlightened shareholder value, social responsibility, and the redefinition of corporate purpose without law*, in AA.VV., *Corporate Governance after Financial Crisis*, Cheltenham (UK), Northampton (USA), Edward Elgar Publishing, 2012, 68 ss. Sulla norma contenuta nella *Section 172* e gli effetti sulla condotta degli amministratori, rinvio a M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 361 ss.

⁵⁸ Si veda l'art. 169 della *Loi PACTE (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises)*, *Loi n. 2019-486 del 22 maggio 2019*, volta ad attenuare o eliminare una serie di formalità cui sono tenute le imprese. In argomento, rinvio a S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, in questa *Rivista*, 2019, 517 ss.

compensi al raggiungimento di scopi di sostenibilità ambientale e sociale, si pongono sul piano delle premesse del processo di assunzione delle decisioni gestorie, piano che è naturalmente diverso rispetto a quello degli scopi che l'ente attribuisce a sé stesso, con la creazione di una sorta di "perimetro d'azione". A ciò si aggiunge un diverso "peso" dei soci e degli amministratori, posto che le politiche di remunerazione sono predisposte dall'organo di gestione, ed in seguito approvate dai soci; diversamente, gli obiettivi che l'ente si impone programmaticamente di perseguire sono stabiliti direttamente dai soci, o meglio dai soci fondatori, in sede di costituzione della società o di successiva modifica del contratto sociale: si pensi, ad esempio, alle norme appena richiamate dell'ordinamento francese, oppure alla scelta di acquisire la qualificazione giuridica di società benefit⁵⁹.

⁵⁹ La vicenda che ha portato alla nascita della società benefit, mentre nell'ordinamento francese si procedeva ad un intervento "organico" sugli scopi della società, induce a ritenere che il nostro legislatore preferisca intervenire in maniera settoriale, dando vita a nuove qualificazioni giuridiche, piuttosto che affrontare un tema, quello degli scopi della società, decisamente complesso. Uno dei risultati è stato porre seriamente in dubbio che le società prive della qualifica di società benefit possano perseguire finalità diverse rispetto al mero scopo di lucro, in quanto testualmente si stabilisce che «Le società diverse dalle società benefit, qualora intendano perseguire anche finalità di beneficio comune, sono tenute a modificare l'atto costitutivo o lo statuto, nel rispetto delle disposizioni che regolano le modificazioni del contratto sociale o dello statuto, proprie di ciascun tipo di società»: l. 28 dicembre 2015, n. 208, art. 1, comma 379; in argomento, rinvio a M.S. SPOLIDORO, (nt. 57), 361 ss. Questa interpretazione, tuttavia, non tiene conto del sistema in cui le società operano, in cui sono presenti regolamentazioni a tutela dell'interesse collettivo: M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile"*, (nt. 11), 52 ss.; P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 337 s. A ciò si aggiunge il fatto che una distinzione così manichea tra società puramente lucrative e società benefit crea una dicotomia inidonea ad interpretare le nuove istanze ambientali e sociali, che esigono il superamento dell'alternativa tra pura speculazione e altruismo; cfr. M. YUNUS, *Un mondo a tre zeri. Come eliminare definitivamente povertà, disoccupazione e inquinamento*, Milano, Feltrinelli, 2018, *passim*. Abbracciando un'interpretazione non letterale ma sistematica, si può ritenere che, per le società non benefit, le scelte gestorie ispirate al perseguimento della sostenibilità ambientale e sociale siano pienamente legittime, anche se hanno carattere sistematico e non occasionale, fino a che non comportino un sacrificio irragionevole dello scopo lucrativo e senza che sia necessaria una clausola statutaria che le preveda espressamente; cfr. M. STELLA RICHTER, *Società benefit e società non benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 271 ss.; P. MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, (nt. 4), 26; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i doveri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in questa *Rivista*, 2021, 1131 ss. Infine, a favore della possibilità, anche per le società non benefit, di perseguire o proteggere anche gli interessi degli *stakeholder* si pone lo stesso art. 123-ter T.U.F., che attribuisce all'organo di gestione delle quotate la competenza a delineare le politiche di remunerazione, compresi naturalmente i contenuti relativi alla sostenibilità ambientale e sociale. Anche in questo caso, occorre precisare che si tratta di piani differenti, quello dello scopo dell'ente e quello della determinazione da parte del consiglio di amministrazione delle politiche di remunerazione; non si può ignorare, tuttavia che, se la società è legittimamente in grado di adottare politiche dei compensi legate a finalità di sostenibilità ambientale e sociale, gli amministratori terranno necessariamente in considerazione quei parametri nell'adozione delle decisioni di gestione e ciò avrà delle immediate ripercussioni sulla "condotta" della società nei confronti degli *stakeholder*. Cam-

La diversità dei piani, le politiche di remunerazione dei gestori e gli obiettivi che l'ente attribuisce a sé stesso, non impediscono la sussistenza di reciproci condizionamenti, almeno nel senso di un rafforzamento, in presenza di scopi altruistici statutari, delle regole che impongono politiche di remunerazione volte a promuovere la sostenibilità ambientale e sociale. Il nostro sistema, infatti, pur essendo rimasto immutato l'art. 2247 c.c.⁶⁰, risulta aperto al perseguimento di finalità di protezione degli interessi esterni alla società, come del resto dimostra la disciplina in merito ai compensi legati ad obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale⁶¹. Lasciando sullo sfondo indicazioni di rango costituzionale, e segnatamente almeno gli artt. 9 e 41 Cost.⁶², si può osservare che una decisa apertura verso la tutela di interessi "esterni" rispetto a quelli dei soli soci è riscontrabile nell'art. 1, comma 4, lett. d), del d.lgs. 10 aprile 2011, n. 180, solennemente denominato "Statuto delle Imprese", il quale menziona, tra le finalità fondamentali del provvedimento, quella di «promuovere l'inclusione delle problematiche sociali e delle tematiche ambientali nello svolgimento delle attività delle imprese e nei loro rapporti con le parti sociali».

Il complesso sistema delineato in queste pagine ha come limite esterno, e allo stesso tempo "nuova frontiera" per la protezione degli *stakeholder*, la proposta di direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità, o *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDDD), con la quale si intende introdurre, per le società di grandi dimensioni, un sistema di governo dei rischi diretto a presidiare anche le possibili esternalità negative in materia ambientale e sociale, mediante l'imposizione di assetti organizzativi e forme di vigilanza pubblica.

In prospettiva, l'entrata in vigore di queste norme risulta in grado di rafforzare ulteriormente la rilevanza delle regole in tema di politiche di remunerazione, segnatamente per la parte legata alla sostenibilità ambientale e sociale: in termini

biano anche gli aspetti relativi alle competenze, in quanto diversamente rispetto al meccanismo relativo alle remunerazioni nelle società benefit il socio partecipa alla decisione in merito all'integrazione dell'oggetto sociale con le finalità specifiche di beneficio comune che si intendono perseguire nell'attività d'impresa: D. SICLARI, *Trasformazione in società benefit e diritto di recesso*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 80 ss. La centralità dei soci nelle società benefit è chiaramente confermata dal fatto che ai soci non soltanto spetta la decisione di dare vita ad una società benefit, ma anche la scelta delle "finalità di beneficio comune": F. DENOZZA, A. STABILINI, *Due visioni della responsabilità sociale d'impresa, con una applicazione alla società benefit*, intervento al convegno Orizzonti del Diritto Commerciale, 2017, *Il diritto commerciale verso il 2020: i grandi dibattiti in corso, i grandi cantieri aperti*, reperibile in <https://air.unimi.it/>.

⁶⁰ Questa norma potrebbe apparire come una sorta di "fossile" nel nostro ordinamento e nell'ambito un panorama comparatistico: Cfr. U. TOMBARI, "Potere" e "interessi", (nt. 14), 102.

⁶¹ Cfr. R. ROLLI, (nt. 14), 83 ss., che invita ad accogliere un'interpretazione dell'art. 2247 orientata al *legal framework*; cfr. U. TOMBARI, *Corporate social Responsibility (CSR), Environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, (nt. 4), 43.

⁶² Per l'analisi dell'art. 41 Cost, v. A. GENOVESE, (nt. 43), 106 ss. e R. ROLLI, (nt. 14), 91.

concreti, la certezza della *compliance* in ordine alle pervasive disposizioni orientate a sopprimere le esternalità negative in materia ambientale e sociale, e, quindi, la stessa salvaguardia dell'ente, passa attraverso la previsione di sostanziali incentivi che focalizzino l'attenzione degli amministratori verso i temi della sostenibilità ambientale e sociale. Quando la Proposta entrerà in vigore, infatti, si assisterà all'ingresso, nell'ordinamento, di regole stringenti volte ad imporre alle grandi imprese il rispetto dei diritti umani e dell'ambiente anche nella catena del valore⁶³, cui si aggiunge l'obbligo di adottare di un piano per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di contenimento dei cambiamenti climatici.

Diversamente rispetto a quanto previsto in tema di politiche di remunerazione, la Proposta di direttiva prevede l'istituzione di un'autorità nazionale dotata di poteri di vigilanza informativa e ispettiva e del potere di imporre misure correttive ed ammende, nonché una procedura di reclamo, che dovrebbe favorire la risoluzione stragiudiziale, con accordi collettivi, delle controversie con gli *stakeholder*, oltre alla possibilità di risarcimento del danno. Va rilevato che anche la Proposta di direttiva all'art. 15 ("Lotta ai cambiamenti climatici"), terzo comma, fa riferimento alle politiche di remunerazione, legandole espressamente alla sostenibilità; anzi, la Proposta medesima rappresenta un passo avanti rispetto alla SHRD, che contempla un collegamento delle remunerazioni al tema della tutela di interessi "esterni" rispetto alla società, in quanto la disposizione appena evocata prevede che «Gli Stati membri assicurano che ciascuna società tenga debitamente conto dell'adempimento degli obblighi di cui ai paragrafi 1 e 2 nel fissare la remunerazione variabile, se la remunerazione variabile è collegata al contributo dell'amministratore alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società»⁶⁴. Per quanto riguarda i profili sociali, inoltre, l'art. 25 ("Dovere di sollecitudine degli amministratori"), al primo comma, stabilisce che «Gli Stati membri provvedono a che gli amministratori (...) tengano conto, nell'adem-

⁶³ Si prevede altresì il dovere di verificare il rispetto delle norme di condotta rilevanti anche da parte dei partner commerciali (art. 7) e cessare ogni rapporto con questi quando risulti impossibile ottenere da loro il rispetto dei principi della direttiva (art. 8).

⁶⁴ Art. 15, Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937: «1. Gli Stati membri provvedono a che ciascuna società di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), e all'articolo 2, paragrafo 2, lettera a), adotti un piano atto a garantire che il modello di business e la strategia aziendale perseguiti siano compatibili con la transizione a un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C in conformità dell'accordo di Parigi. Il piano indica in particolare, sulla base delle informazioni di cui la società può ragionevolmente disporre, la misura in cui i cambiamenti climatici rappresentano un rischio per le attività della società ovvero un loro possibile impatto. 2. Gli Stati membri provvedono a che la società includa nel piano obiettivi di riduzione delle emissioni se i cambiamenti climatici sono indicati, o avrebbero dovuto essere indicati, come rischio primario per le attività che svolge o come loro impatto primario». In argomento, rinvio a F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. quotata "sostenibile"*, Pisa, Pacini, 2023, 50 s.

piere al loro dovere di agire nell'interesse superiore della società, delle conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni che assumono, comprese, se del caso, le conseguenze per i diritti umani, i cambiamenti climatici e l'ambiente»⁶⁵.

La maggiore intensità degli obblighi previsti nella Proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* comporterà, quando tali disposizioni saranno in vigore, una forte attenzione sul processo decisionale adottato dagli amministratori e, quindi, necessariamente, sui compensi legati al perseguimento di finalità di sostenibilità ambientale e sociali, finalità che, nel contesto in divenire, assumono la fisionomia di specifici obblighi⁶⁶.

6. Conclusioni: un percorso ancora incompleto.

Come si è avuto modo di osservare, la disciplina in tema di politiche di remunerazione per gli amministratori delle società quotate si inserisce in un sistema la cui evoluzione risulta orientata verso un progressivo consolidamento della rilevanza dei profili di sostenibilità ambientale e sociale, sia con riferimento alla gestione, sia avendo riguardo agli scopi che l'ente programmaticamente si impone di perseguire.

Se si guarda alla sola disciplina in tema di politiche di remunerazione, e al percorso fin qui tracciato a partire dalle regole di trasparenza per giungere a norme che prevedono specifici contenuti di sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche stesse, si può certamente apprezzare una sorta di progressione, nel senso della sopravvenuta e sempre maggiore rilevanza di interessi "esterni" nell'ambito di decisioni che fino a pochi anni addietro erano confinate nel perimetro degli affari riservati. Non mancano, tuttavia, numerosi indizi che restituiscono all'interprete l'idea di avere a disposizione, anche qui, un quadro normativo incompleto e destinato a mutare nel tempo.

Come si osservava, la normativa vigente legittima la gestione orientata verso il perseguimento degli interessi a lungo termine e la sostenibilità ambientale e sociale, ma mancano del tutto strumenti efficaci, diversi rispetto all'eventuale dissenso dei soci, in grado di contrastare quelle politiche di remunerazione che adottino un contenuto effettivamente contrario rispetto a quanto stabilito dall'art. 123-ter, ter-

⁶⁵ Si veda M.S. SPOLIDORO, (nt. 57), 339 ss.

⁶⁶ Il passaggio decisivo consiste nel fatto che la Proposta di direttiva costituisce un momento di rottura rispetto al passato, in quanto i programmi di CSR diventano obbligatori per le imprese e le società che non rispetteranno le regole saranno responsabili dei danni eventuali cagionati e potranno essere sanzionate dalle autorità di vigilanza nazionali. Le sanzioni possono includere misure come la pubblicazione dei nomi degli inadempienti, il ritiro dal mercato dei prodotti aziendali o multe pari almeno al 5% del fatturato netto globale.

zo comma *bis*, T.U.F.⁶⁷. La presenza e l'attività degli investitori istituzionali può temperare l'amplessima discrezionalità affidata in via di principio agli amministratori nel determinare le politiche di remunerazione (e, per ciò che qui interessa, i termini concreti relativi alla sostenibilità sociale e ambientale cui si riferisce la legge). Costoro, infatti, possono introdurre nel proprio agire criteri e vincoli specifici⁶⁸, indipendenti rispetto alla garanzia di rendimenti immediati e, invece, rivolti a valorizzare un buon impianto strategico complessivo della società, ben comunicato e che dia la garanzia di tenere in dovuta considerazione gli interessi "esterni", rilevanti per la società medesima⁶⁹. Ma anche il temperamento dei problemi di agenzia passa tramite le dinamiche di mercato che, indirettamente, limitano l'ampiezza dei poteri degli amministratori.

A ciò si aggiunge la circostanza per cui le regole di trasparenza rivolte al mercato non promuovono una valutazione oggettiva ed imparziale, ma solo una "reazione" – il voto in assemblea, favorevole o sfavorevole – non necessariamente informata e oggettiva⁷⁰: ciò discende necessariamente dalla naturale compresenza in campo di interessi diversi, come nel caso in cui sussista la volontà di sfiduciare gli amministratori per ragioni diverse rispetto al mancato perseguimento di performance non finanziarie. Dubbi sulla correttezza della "reazione" discendono da considerazioni concrete circa il tempo necessario per il conseguimento degli obiettivi non finanziari, tempo potrebbe essere molto lungo e, comunque, non corrispondere a quanto necessario per valutare il perseguimento di obiettivi finanziari⁷¹. Infine, gli

⁶⁷ A ciò si aggiunge il fatto che l'ampiezza dei riferimenti, gli interessi "a lungo termine" e la sostenibilità ambientale e sociale, non agevola l'accertamento dell'eventuale inadempimento.

⁶⁸ Si pensi all'ottemperanza agli impegni sanciti in programmi o codici di condotta precedentemente approvati, impegni a favore dei quali gli investitori si siano anche espressi nei confronti del pubblico; si pensi, altresì, a quegli investitori che vogliono evitare di essere collegati ad attività che potrebbero manifestarsi come disastrose dal punto di vista sociale o ambientale. La rilevanza degli interessi di cui sono portatori gli investitori istituzionali è sancita dalla legge, con l'imposizione di obblighi di trasparenza in capo agli investitori istituzionali medesimi in ordine alla rilevanza attribuita ai temi ambientali e sociali nel monitoraggio delle società partecipate (cfr. l'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a, SHRDII).

⁶⁹ Cfr. F. DENOZZA, (nt. 54), 69.

⁷⁰ Come si è già avuto occasione di osservare, il possibile voto contrario sulla politica di remunerazione rappresenta, nella sostanza, una variabile indipendente rispetto alla reale coerenza delle strategie sui compensi con quanto disposto dalla legge; inoltre, gli stessi soci possono legittimamente ignorare che il riferimento a performance non finanziarie risulta in realtà utilizzato per assicurare una più ampia libertà di azione agli amministratori, con il conseguente aggravamento dei problemi di agenzia: L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, in 48(1) *J. of Corporation L.*, 2022, 37-75, reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4048003>; cfr. L. BEBCHUK, J. FRIED, *Executive Compensation as an Agency Problem*, in 17(3) *J. of Economic Perspectives*, 2003, 71 ss.

⁷¹ Si assiste, dunque, ad una contraddizione molto forte tra la valutazione del perseguimento di obiettivi non finanziari, che potrebbero richiedere tempi molto lunghi per essere apprezzati, e il

incentivi legati alla sostenibilità ambientale e sociale si sono rivelati, a seguito di un'indagine empirica, economicamente insignificanti rispetto agli incentivi dei dirigenti a massimizzare il valore delle azioni⁷².

Il quadro normativo risulta, dunque, caratterizzato dalla sopravvenuta e sempre maggiore rilevanza di interessi "esterni" nell'ambito di decisioni che pochi anni addietro erano confinate nel perimetro degli affari riservati, ma molti aspetti rimangono ancorati a logiche di mercato, non in grado di assicurare la reale efficacia di norme che, invece, risultano estremamente rilevanti dal punto di vista delle opzioni fondamentali del legislatore in materia di impresa⁷³.

In questo contesto, dunque, e in attesa degli sviluppi che si profilano all'orizzonte, rappresentati dall'entrata in vigore della proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* e dagli effetti sul complesso sistema di cui fanno parte le regole sulle politiche di remunerazione, il concreto risultato della valorizzazione dei profili di sostenibilità ambientale e sociale nella remunerazione degli esecutivi consiste nell'aver contribuito a ridimensionare, nel dibattito teorico e nel sistema normativo, il dominio del principio tradizionale che impone ai manager di perseguire, in via esclusiva, la massimizzazione del valore per gli azionisti. Allo stesso tempo, queste norme si pongono, nell'ambito di un sistema molto articolato e in forte evoluzione, nella direzione di convalidare un approccio teorico e normativo più moderno e attento alla complessità della vita, attribuendo rilevanza accanto agli interessi dei soci, agli interessi degli *stakeholder*.

mercato attualmente caratterizzato da acquisti e vendite di azioni da realizzare in tempi velocissimi, come consentono le attuali tecnologie.

⁷²D.I. WALKER, *The Economic (In) Significance of Executive Pay ESG Incentives*, 2022, reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4034877>, ove si osserva che in quasi tutti i casi, gli incentivi ESG espliciti e non discrezionali sono economicamente insignificanti rispetto ad altri incentivi più tradizionali; cfr. L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in 106(1) *Cornell L. Rev.*, 2020, 91, reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3544978>, i quali si manifestano come molto scettici, al punto da sostenere che «by raising illusory hopes that corporate leaders would on their own protect stakeholders, acceptance of stakeholderism would impede or delay reforms that could bring real, meaningful protection to stakeholders». Molto critico è anche F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino. La benevolenza del birraio e la Ford modello T. Senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semiserie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.

⁷³Resta, tuttavia, sullo sfondo il tema del coinvolgimento degli *stakeholder*, da intendere non solo come soggetti passivi, portatori di interessi rilevanti, «ma anche come soggetti attivi, o attivabili, e quindi destinati a giocare anch'essi un potenziale ruolo di protagonisti o, almeno, di comprimari»: F. DENOZZA, *La Direttiva Shareholders' Rights II e il ruolo degli investitori istituzionali*, in AA.VV., *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, (nt. 4), 97 ss.

Stakeholders Theory, obiettivi ESG e interesse sociale

Stakeholders Theory, ESG targets and social interests

Monica Cossu *

ABSTRACT:

Si discute da tempo sulla effettiva possibilità che gli obiettivi di sostenibilità in ambito di fattori *ESG* rimettano in discussione lo scopo-fine lucrativo delle società, e in particolare delle grandi società di capitali, e autorizzino a fare spazio ad interessi altri.

Si ritiene, in proposito, che per orientare gli emittenti verso una transizione sostenibile è necessario concentrare l'attenzione sulle politiche di gestione del rischio «sistematico» dell'investimento da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, e sugli obblighi di comportamento di questi investitori, in quanto sono gli unici azionisti effettivamente in grado di spingere la società partecipata verso una gestione e un controllo del rischio di sostenibilità *ESG*, specie nella sua dimensione *environmental*, o ecoambientale, inteso non nella sua dimensione di rischio individuale del singolo emittente bensì quale rischio di mercato che affetta il valore delle partecipazioni e che può essere controllato (solo) sistematicamente.

There has been a lot of discussions about the real possibility that ESG sustainability goals call into question the lucrative purpose of companies, and in particular of joint-stock companies, and authorize making room for other interests.

However, one might conclude that in order to guide issuers towards a sustainable transition, it is necessary to focus on the “systematic” investment risk management policies by institutional investors and asset managers, and on the behavioral obligations of these investors (as) the only ones able to push towards management and control of ESG risks (and particularly eco-environmental risk, understood not in its dimension of individual risk of the single issuer but as a market risk, that affects the value of equity investments and can only be controlled systemically.

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università di Sassari; e-mail: mccossu@uniss.it. La presente pubblicazione è stata finanziata dall'Università di Sassari con il fondo di Ateneo per la ricerca (F.A.R.), annualità 2020.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Sostenibilità interna e sostenibilità esterna dell'impresa. Gli obiettivi ESG. – 3. La CRSD e la proposta di CSDDD. – 4. La sostenibilità esterna nel diritto dell'impresa e nel diritto societario. – 5. Interesse sociale ed obiettivi ESG? – 6. Il ruolo degli investitori istituzionali. – 7. Grande Crisi Globale (GFC), governo societario e transizione sostenibile delle PMI.

1. *Premessa.*

Si discute da tempo sulla effettiva possibilità che gli obiettivi di sostenibilità in ambito di fattori ESG rimettano in discussione lo scopo-fine lucrativo delle società, e in particolare delle società di capitali, e autorizzino a fare spazio ad interessi altri. Diversi atti normativi europei, e in particolare la proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* - CSDDD, da una parte rispolverano l'antico dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa, che già da tempo è ritornato *in auge* insieme al dibattito sulla crescita sostenibile che ne rappresenta il punto di approdo, e dall'altra sembrano volere muovere verso l'introduzione dell'obbligo, per le imprese societarie, di redigere un piano aziendale che garantisca la compatibilità tra il modello organizzativo adottato e la transizione sostenibile dell'ente.

Per affrontare – sebbene solo sinteticamente e semplicisticamente – il tema è necessario, quale primo passaggio, partire – in termini molto rapidi – dal concetto di sostenibilità.

2. *Sostenibilità interna e sostenibilità esterna dell'impresa. Gli obiettivi ESG.*

Nonostante l'uso sempre più ricorrente e promiscuo del termine, nel dibattito sulla «sostenibilità» può darsi per consolidata la distinzione tra una «sostenibilità interna», intesa come stabilità e quindi come continuità aziendale dell'impresa, e una «sostenibilità esterna» intesa principalmente come non lesività dell'impresa per l'ambiente circostante¹.

Benché spesso vengano rappresentate in reciproca opposizione, in realtà, se si mettono da parte il *greenwashing* e più in generale le condotte di adesione solo

¹ Tra i molti si v. C. ANGELICI, «Potere» e «interessi» nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 16 s.; M. STELLA RICHTER jr, *Long-Termism*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONI, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO, II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, tomo II, Torino, Giappichelli, 2021, 901 ss., e in *Riv. soc.*, 2021, 28 ss., da cui si cita.

superficiale al processo di transizione sostenibile, l'unica ipotesi in cui la sostenibilità economico-finanziaria e la sostenibilità ambientale appaiono irrimediabilmente disallineate è quella in cui la sfida concorrenziale *nel* mercato e *per* il mercato conduca l'impresa ad affrontare costi di transizione sostenibile particolarmente alti, e più precisamente costi superiori a quelli che le norme imperative le impongono.

Gli studi di finanza aziendale confermano, infatti, l'esistenza di una relazione tra costo del capitale, *performance* dell'impresa e *rating* ESG, seppure naturalmente questo rapporto varia da settore a settore²; in particolare mostrano, con l'ausilio di dati empirici, che in determinati settori all'aumento del *rating* ESG con riferimento al *pillar* «*environmental*» corrisponde un aumento medio del ROA di 4 punti percentuali³; che in altri settori all'aumento del *rating* ESG con riferimento al *pillar* «*social*» corrisponde un miglioramento della *performance* d'impresa nel lungo periodo⁴; e che in altri settori ancora all'aumento del *rating* ESG con riferimento al *pillar* «*governance*» corrisponde una riduzione vistosa del costo del capitale⁵.

Le indagini, peraltro, evidenziano anche che quella tra costo del capitale, *performance* dell'impresa e *rating* ESG non è una relazione lineare, e che quindi questi benefici si producono effettivamente (solo) se il coinvolgimento dell'impresa in una tematica ESG è reale, e non frutto di un opportunistico ed estemporaneo *greenwashing*⁶ o *social washing*, laddove un coinvolgimento solo superficiale sulle tematiche della sostenibilità si traduce al contrario in un costo⁷.

Non sembra, dunque, azzardato affermare che di norma la sostenibilità esterna supporta la *sostenibilità esterna* e quindi la *stabilità finanziaria* dell'impresa piuttosto che contrapporsi ad essa⁸, e che funge da presidio della *continuità aziendale* che ne costituisce il presupposto⁹.

² C. BELLAVITE PELLEGRINI, C. CANNAS, *Quali prospettive per una finanza sostenibile?* in *AGE*, 2022, 251.

³ *Ibidem*, attestano che è così nel settore *automotive*.

⁴ *Ibidem*, attestano che è così nel settore *food and beverage*, ove l'evidenza empirica suggerisce che all'aumento del 10% del *rating Social* (S) la Q di Tobin aumenta mediamente del 9%.

⁵ *Ibidem*, attestano che a fronte di un aumento del 10% del *rating* ESG, il costo del capitale calcolato attraverso il modello di *Easton* (2004) si riduce di 134 punti base.

⁶ *Ibidem*, attestano che «in quasi tutti i settori la relazione quadratica è positiva e statisticamente significativa, mentre i coefficienti alla prima potenza sono negativi e per lo più statisticamente non significativi. Tale relazione, definita in letteratura come “inverted U-shaped”, suggerisce che il coinvolgimento sui temi della sostenibilità ESG deve essere reale e profondo e non solamente un'infarinatura».

⁷ M. FRIEDMAN, *The social responsibility of business is to increase its profits*, in *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970.

⁸ E. RICCIARDIELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 58; D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1031, osserva che la

Né sembra negabile che la sostenibilità (anche) esterna risponde, ormai, a un'esigenza ineludibile, per ciascuna impresa, in termini di concorrenza *nel* mercato e *per* il mercato¹⁰.

Si tratta, allora, quale secondo passaggio, di verificare se anche la sostenibilità esterna, al pari di quella interna, sia incorporata (o richiamata) da norme di diritto positivo nell'ordinamento europeo e italiano.

3. La CSRD e la proposta di CSDDD.

Non è possibile qui, per ragioni di spazio e tempo, ripercorrere la monumentale normativa europea di primo e secondo livello in materia di sostenibilità. Mi limito a richiamare solo due atti normativi, il primo dei quali è la direttiva 2022/2464/UE, o *Corporate Sustainability Reporting Directive*, meglio nota con l'acronimo di CSRD, che ha introdotto obblighi di rendicontazione ambientale e sociale per alcune categorie di imprese integrando in maniera significativa la direttiva 2014/95/UE (c.d. NFRD), e in particolare introducendo obblighi di informativa sulla sostenibilità più puntuali e stringenti, sebbene graduati nel tempo, allo scopo di contrastare efficacemente *greenwashing* e *social washing*. Come è noto, la CSRD si applica alle grandi imprese e ai gruppi societari che sono enti di interesse pubblico, alle società quotate (escluse le micro-imprese quotate) e alle società estere che hanno una sede secondaria in territorio UE e realizzano nel territorio UE un fatturato superiore ai 150 milioni di euro.

La platea dei destinatari della CSRD risulta, dunque, ben più estesa rispetto a quella della NFRD¹¹: **sono interessate dai nuovi obblighi informativi ai sensi**

possibilità di considerare adeguatamente gli interessi degli *stakeholders* presuppone la sopravvivenza dell'impresa e la salvaguardia della sua capacità di produrre profitto, per cui la prospettiva finalistica del profitto non deve certo essere ridimensionata.

⁹ E. RICCIARDIELLO, (nt. 8), 60.

¹⁰ Si v. M. PASSALACQUA, *Green Deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un'economia sostenibile*, in *AGE*, 2022, 38 ss. In questa direzione anche C. ANGELICI, (nt. 1), 16 s., con riferimento al fatto che la continuità dell'impresa nel mercato concorrenziale esige un necessario equilibrio e contemperamento tra interessi eterogenei piuttosto che una gerarchia di interessi prestabilita, e richiede che sia lasciato agli amministratori un ampio margine di discrezionalità, all'insegna della regola gestoria frequentemente sintetizzata come *business judgement rule*.

¹¹ La direttiva 2022/2464/UE, o *Corporate Sustainability Reporting Directive-CSRD*, è stata approvata in via definitiva il 10 novembre 2022 dalla Commissione UE, e il 28 novembre 2022 dal Consiglio UE; pubblicata il 16 dicembre 2022, è in vigore dal 5 gennaio 2023. La CSRD si applica alle imprese con fatturato netto superiore a euro 40.000.000; totale di bilancio superiore a euro 20.000.000; numero di dipendenti superiore a 250. L'ambito di applicazione della NFRD, che era stata recepita in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, comprendeva invece gli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni aventi in media più di 500 dipendenti e gli enti di interesse pubbli-

della CSRD oltre 50.000 società, rispetto alle 11.700 società cui si applicava la NFRD¹². Si deve però osservare, e criticare, il fatto che le PMI non quotate su mercati regolamentati sono facoltizzate e non obbligate a rispettare questi obblighi¹³, sebbene rappresentino attori tutt'altro che secondari, come si vedrà più avanti, nella prospettiva della transizione sostenibile.

È la stessa intitolazione della direttiva a rivelare il significativo cambio di passo, in quanto la CSRD è dedicata all'informazione «in materia di sostenibilità», e non più all'informazione «non finanziaria» come la NFRD, il che sta a sottolineare che questo tipo di informativa ha conseguito una sua autonomia e dignità concettuale¹⁴.

Va anche evidenziato che la nuova nomenclatura è più esatta, perché se è vero che certe informazioni in materia di sostenibilità hanno carattere «non finanziario», è vero anche che altre informazioni in materia di sostenibilità hanno, invece, *natura finanziaria*, e sono integrate nelle relazioni finanziarie degli emittenti, in quanto incidono sullo stato patrimoniale e sul conto economico¹⁵. E va anche rimarcato che oltre tutto la trasparenza di tutte le informazioni non finanziarie ha una *rilevanza finanziaria*¹⁶, in quanto «è funzionale alla mitigazione dei rischi e quindi delle perdite che gli emittenti potrebbero subire» (come vedremo più avanti a proposito dei compiti degli amministratori in materia di mappatura dei rischi), e quindi consente «un corretto calcolo del valore attuale del patrimonio sociale»¹⁷.

Il secondo atto normativo che intendo brevemente richiamare è la proposta di *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (c.d. CSDDD), il cui testo definitivo è stato varato il 23 febbraio 2022 da Parlamento e Consiglio UE, che hanno poi raggiunto un accordo provvisorio sul suo ambito di applicazione il 14 dicembre 2023, e che prevede per le grandi imprese finanziarie e non finanziarie europee (ed extraeuropee se operanti nel territorio UE) che sono enti di interesse pubblico (anche se non quotate) obblighi comportamentali, responsabilità e sanzioni in merito al loro impatto ecoambientale.

co che sono imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni con una media di oltre 500 dipendenti su base consolidata.

¹² Si v. *European Parliament Press Release*, 10 novembre 2022.

¹³ Come è noto, alle PMI la CSRD si applica in via differita, a partire dal 1° gennaio 2026, e solo facoltativamente.

¹⁴ L. SOLIMENE, *La direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) e i nuovi standard EFRAG*, in *Riv. dott. comm.*, 2022, 596.

¹⁵ G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 153.

¹⁶ Si v. S. BRUNO, *Dichiarazione «non finanziaria» e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 1012, la quale osserva che sarebbe più corretto dire, semmai, che si tratta di informazioni «non contabili» in quanto non contenute nel bilancio di esercizio.

¹⁷ S. BRUNO, (nt. 16), 1012.

Più precisamente, la bozza prevede a carico delle imprese il «dovere di diligenza in materia di diritti umani e di ambiente» (art. 4); e a carico degli Stati membri l'obbligo di provvedere «a che ciascuna società adotti misure adeguate... per individuare gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi, siano essi effettivi o potenziali, causati dalle proprie attività o da quelle delle sue filiazioni e, se l'impatto è collegato alla catena del valore cui partecipa, dai suoi rapporti d'affari consolidati» (art. 6); di provvedere «a che ciascuna società adotti misure adeguate... per prevenire i potenziali impatti negativi sui diritti umani e impatti ambientali negativi» (art. 7, par. 1); di provvedere «a che le società adottino misure adeguate... per arrestare gli impatti negativi effettivi che sono stati o avrebbero dovuto essere individuati a norma dell'articolo 6» (art. 8, par. 1).

In merito all'arresto degli «impatti negativi effettivi» la proposta di direttiva ipotizza, poi, rimedi sia preventivi che sanzionatori: tra i rimedi preventivi prevede una procedura di reclamo; tra i rimedi sanzionatori, per l'ipotesi in cui l'arresto degli impatti negativi risulti impossibile, prevede «un risarcimento alle persone colpite», una «compensazione finanziaria alle comunità colpite» e l'adozione di «sanzioni pecuniarie» «effettive, proporzionate e dissuasive», commisurate al fatturato della società autrice dei danni.

Si ipotizza, infine, una fattispecie di responsabilità civile a carico delle imprese (non degli organi societari, né in particolare degli amministratori) responsabili del danno che non abbiano ottemperato agli obblighi organizzativi.

La proposta riecheggia la risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021, che reca raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese, ove è detto (in termini in verità fin troppo severi e di difficile declinazione concreta) che «in virtù dell'esercizio del dovere di diligenza, le imprese sono tenute a individuare, valutare, prevenire, far cessare, attenuare, monitorare, comunicare, contabilizzare, affrontare e correggere gli effetti negativi potenziali e/o effettivi sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona governance che possono comportare le loro attività e quelle delle loro catene del valore e di altri rapporti d'affari. Coordinando le garanzie per la tutela dei diritti umani, dell'ambiente e della buona governance, tali obblighi di dovuta diligenza sono volti a migliorare il funzionamento del mercato interno».

Al di là dell'enfasi, quel che il legislatore europeo intende favorire, evidentemente, è la transizione da un modello improntato alla comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità ad un modello nel quale le imprese contribuiscono attivamente al raggiungimento degli obiettivi sostenibili¹⁸.

La proposta non si limita, infatti, a rispolverare il vecchio dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa, che effettivamente già da tempo è ritornato *in au-*

¹⁸L. BANFI, G. GIUSSANI, S. LUNGHI, *CSRD e proposta di direttiva CSDD*, reperibile in www.diritto bancario.it, 30 gennaio 2023, 2.

ge, insieme al dibattito sulla crescita sostenibile che ne rappresenta il naturale punto di approdo¹⁹.

Quel che la proposta di CSDDD chiede ai suoi destinatari è un *comportamento cooperativo*²⁰, che va oltre il rispetto delle norme imperative, è funzionale a conseguire uno o più obiettivi ESG (in particolare la tutela dei beni pubblici ecoambientali)²¹, e introduce – quanto meno nella sua attuale formulazione – l’obbligo a contenuto positivo di redigere un piano che garantisca la compatibilità tra il modello organizzativo adottato dall’impresa e la sua transizione sostenibile. La tecnica del legislatore europeo non è tra l’altro quella di proporre, come in altri casi è avvenuto, un modello di *lex imperfecta*, perché in questo caso al contrario si prevede un apparato sanzionatorio forte²², sul modello del diritto *antitrust*²³.

La proposta ha inaugurato, quindi, un dibattito che in parte è nuovo, là dove apre al tema della *responsabilità civile extracontrattuale d’impresa* proponendo un modello di sinergia tra *public e private enforcement*²⁴ nell’attuazione di obiettivi di interesse generale e nella tutela dei beni pubblici legati all’ambiente e alla sostenibilità²⁵, piuttosto che il modello ordoliberal che vede interessi individuali/particolari e interessi generali sempre contrapposti, o comunque affidati a diverse cure²⁶.

¹⁹ M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell’abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 361 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione «sostenibile» delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss.; C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell’impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 612 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell’impresa sostenibile. Dall’informazione non finanziaria all’informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 166; G.B. PORTALE, *La Corporate Social Responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 952 ss.

²⁰ Si v. G. BEVIVINO, *Nuovi inputs euro-unitari. La «sostenibilità» come ponderazione normativa degli interessi di shareholders e stakeholders*, in *AGE*, 2022, 116 s.

²¹ Sul mutamento del paradigma regolatorio v. anche ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto Assonime, Note e studi, n. 6/2021, 387.

²² In questa direzione M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su «dovere di diligenza e responsabilità delle imprese»*, in *Riv. soc.*, 2021, 331; E. RICCIARDIELLO, (nt. 8), 56 ss.

²³ M. LIBERTINI, (nt. 22), 333.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ M. VENTORUZZO, *Note minime sulla responsabilità civile nel progetto di direttiva Due Diligence*, in *Riv. soc.*, 2021, 386.

²⁶ Al paradigma regolatorio ordoliberal si riallaccia invece, nel criticare con molta veemenza la proposta di direttiva, F. D’ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 414 ss. Nella stessa prospettiva, che affida anche in questo caso interamente alla politica il compito di tutelare i beni collettivi, E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2018, 35 ss.

Detto questo, è certamente improbabile che la proposta venga approvata in questi termini, dato che appare dirompente per il diritto dell'impresa, e indirettamente anche per il diritto societario. Le perplessità riguardano, ad esempio, l'eventualità che prenda forma un modello di responsabilità civile ecoambientale delle imprese molto gravoso, cui corrisponderebbe una fattispecie criminosa i cui confini si presentano, allo stato, incerti²⁷. Sono troppo incerti anche l'estensione e il contenuto di questa «obbligazione di mezzi»²⁸, e quindi del modello di condotta che nel nome della sostenibilità ecoambientale si intenderebbe imporre alle imprese, così come i confini di una fattispecie di responsabilità civile extracontrattuale che potrebbe spingersi sino alla *culpa in vigilando*²⁹, sebbene circoscritta alle ipotesi in cui all'omessa vigilanza consegua un danno effettivo e non solo potenziale³⁰.

4. La sostenibilità esterna nel diritto dell'impresa e nel diritto societario.

Un terzo passaggio necessario dell'analisi è verificare se la sostenibilità esterna trovi spazio nel diritto positivo.

Diverse costituzioni europee menzionano tra i loro principi lo «sviluppo sostenibile» oppure l'ambiente; quanto al diritto italiano, sappiamo che sebbene la sua funzionalizzazione a fini sociali sia estranea al nostro sistema costituzionale l'impresa, pubblica e privata, può essere destinataria di politiche di indirizzo e coordinamento a fini sociali e ambientali *ex art. 41, terzo comma, Cost.*, e dunque in nome del principio di «utilità sociale»³¹.

²⁷ M. VENTORUZZO, (nt. 25), 380 ss.; ID., *Troppa responsabilità per l'impresa*, in *lavoce.info*, 2 aprile 2021.

²⁸ Stabilisce il considerando n. 15 della proposta che «gli obblighi principali della presente direttiva dovrebbero essere “obblighi di mezzi” e non di risultato. La società dovrebbe adottare le misure adeguate dalle quali è ragionevolmente lecito attendersi, nelle circostanze del caso specifico, il risultato di prevenire o minimizzare l'impatto negativo...».

²⁹ M. VENTORUZZO, (nt. 25), 382.

³⁰ Sebbene l'art. 19, par. 2, della proposta stabilisca testualmente che le imprese possono essere ritenute responsabili per il danno derivante da un *effettivo o potenziale effetto negativo* «sui diritti umani, l'ambiente e il buon governo che esse, o i soggetti nel loro controllo, hanno causato o contribuito a causare con azioni od omissioni», si osserva che l'espressione – per salvarla dal controsenso giuridico in cui cade là dove sembra fare riferimento a un'ipotesi di responsabilità civile per danno potenziale – dovrebbe intendersi riferita alle azioni preventive e cautelari che debbono essere predisposte per evitare danni concreti futuri: M. VENTORUZZO, (nt. 25), 383 s. *Adde* G. BEVIVINO, (nt. 20), 121, il quale rimarca che è il paradigma della responsabilità civile a richiedere, insieme a una fattispecie di «danno-evento», una corrispondente fattispecie di «danno-conseguenza», cioè «un danno concretamente sussistente da risarcire».

³¹ Così il testo dell'art. 41 Cost. successivamente alle modifiche introdotte dalla l. cost. 11 febbraio 2022, n. 1. «L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla digni-

A ciò si è aggiunta, in tempi più recenti, la riscoperta del principio di solidarietà *ex art. 2 Cost.*, che ha trovato nuova linfa sia nel novellato art. 9³², in virtù del quale la Repubblica «tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni», e sia nel novellato art. 41, secondo comma, Cost., che con riguardo all'esercizio della libertà di iniziativa economica ora prescrive che «non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana»³³.

Sembra, quindi, che anche l'ordinamento costituzionale italiano, in linea con il diritto europeo, muova nella direzione di promuovere un modello cooperativo nella tutela di certi beni pubblici.

Questo modello cooperativo è coerente con la constatazione, dal punto di vista macroeconomico, che qualunque obiettivo di sostenibilità è raggiungibile solo se è perseguito nel c.d. *overall market*, o mercato globale, laddove i comportamenti virtuosi dei singoli operatori sono assolutamente insufficienti a produrre un qualsivoglia effetto significativo³⁴.

In altre parole, la sfida della transizione sostenibile non può essere vinta incorporando *best practices* di mercato, ma solo *trasformando il mercato*³⁵ e quindi il modello produttivo imprenditoriale, essendo la sostenibilità una *proprietà di sistema* rispetto alla quale il comportamento virtuoso dei singoli è irrilevante, o comunque scarsamente efficace³⁶.

tà umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali».

³² Sul novello art. 9 Cost. si osserva che anche prima della recente modifica, in realtà, il concetto di paesaggio veniva interpretato estensivamente dalla giurisprudenza della Corte, sino ad includere nel danno alla salute il danno «alla persona, agli animali, alle piante e alle risorse naturali (acqua, aria, suolo, mare)»: così Corte cost., 22 maggio 1987, n. 210, in *Foro it.*, 1988, I, 329. Sul punto cfr. V. CARIELLO, *Per un diritto costituzionale della sostenibilità (oltre la «sostenibilità ambientale»)*, in questa *Rivista*, 2022, 428 ss.

³³ Su questa linea di pensiero, che registra un elemento di congiunzione tra l'art. 2 e il novellato art. 41, secondo comma, Cost., e un conseguente vincolo sulla condotta degli amministratori che deriva dall'art. 2 Cost., S.A. CERRATO, *Appunti per una «via italiana» all'ESG: l'impresa «costituzionalmente solidale» (anche alla luce dei «nuovi» artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 101 ss., e in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, I, Torino, Giappichelli, 2022, 227 ss.; e per la costituzionalizzazione della sostenibilità quale «materia trasversale», oltre la sostenibilità ambientale, si v. V. CARIELLO, (nt. 32), 414 ss.

³⁴ A.J. HOFFMAN, *The next phase of business sustainability*, in *Stanford Social Innovation Rev.*, 2018, 36 ss. Per altro verso, individua questa tendenza A. ZOPPINI, *Un raffronto tra società benefit ed enti non profit: implicazioni sistematiche e profili critici*, in questa *Rivista*, 2021, 9, che legge il modello normativo di società *benefit* come un tentativo di perseguire «la coesistenza tra una missione egoistica e compiti afferenti alla sfera sociale e pubblica in senso lato... In termini di complementarietà tra logiche private e logiche pubbliche».

³⁵ A.J. HOFFMAN, (nt. 34), 35 s.

³⁶ A.J. HOFFMAN, (nt. 34), 35 s.; G. FERRARINI, *Corporate Sustainability Due Diligence and the*

Quanto al diritto dell'impresa, la sostenibilità interna è consacrata tra gli obblighi organizzativi nell'art. 2086, secondo comma, c.c., il quale recita che «l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché 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».

Una corretta considerazione dei fattori di rischio *ESG* rientra, quindi, nell'attività di monitoraggio dei rischi, e a buon diritto si colloca fra i doveri che incombono sugli amministratori in vista della valutazione di adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società *ex art.* 2086, secondo comma, e art. 2381, terzo comma, c.c. E ciò non solo in una situazione di crisi³⁷.

Si può ritenere, quindi, già sulla base delle regole attuali che gli amministratori devono gestire l'impresa al fine di preservare la sostenibilità nel tempo dell'attività, sulla base di un'adeguata considerazione di tutti i rischi, anche legati al contesto ambientale e sociale in cui essa opera, al fine di non comprometterne la redditività futura.

Di qui, allora, la necessità di curare l'andamento della gestione e la mappatura dei rischi, per cui è lecito ribadire e concludere che rientra tra i doveri organizzativi degli amministratori, e integra il canone comportamentale di diligenza professionale, il perseguimento della sostenibilità sia finanziaria (o interna) che socio-ambientale (o esterna).

Anche la trasparenza dell'informazione in materia di sostenibilità, quindi, in quanto attiene sia alla gestione (e quindi alla mappatura) dei rischi che alla pianificazione strategica, incide in maniera diretta sui compiti degli amministratori, sebbene gli obblighi imposti dal legislatore europeo a riguardo siano rivolti, come si è visto, solo a una piccola parte delle imprese societarie, certamente anche per via dei costi organizzativi che comportano.

Shifting Balance between Soft Law and Hard Law in the EU, in <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/04/>, 22 aprile 2022, ivi osservando che «(...) the requirements set by international conventions in this area regard all sectors and are global in character, so that it is difficult (if not impossible) to derive from them requirements for individual companies, sectors, and geographic areas».

³⁷ In questo senso P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e «assetti adeguati» dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, 993 ss., che intende estensivamente il dovere di adeguatezza amministrativa (*ex art.* 2086 c.c.), come riferibile anche all'adozione delle misure più idonee a prevenire i danni ambientali che possono essere causati dall'attività d'impresa».

5. Interesse sociale e obiettivi ESG?

Con riferimento alle linee di sviluppo del diritto europeo, e in particolare alle ricadute indirette della proposta di CSDDD sul diritto societario, è ricorrente la considerazione che la sostenibilità in ambito di fattori ESG rimetterebbe in discussione la sacralità (dell'esclusività) dello scopo-fine lucrativo, autorizzando a fare spazio nell'area dell'interesse comune (anche) ad interessi altri e diversi³⁸. Questa considerazione si avvale anche di alcune significative evoluzioni del diritto positivo di alcuni ordinamenti nazionali, come quelli olandese e britannico prima, quelli belga e francese poi, che hanno, seppure in tempi diversi, accolto una concezione pluralista dell'interesse sociale³⁹, e conseguentemente sperimentano forme di cogestione.

La conclusione si avvale anche dell'evoluzione visibile nelle regole di autodisciplina delle società quotate, dal momento che numerosi codici di *corporate governance* hanno introdotto la sostenibilità tra gli obiettivi generali dell'azione degli amministratori: così ad esempio il codice di *corporate governance* italiano, là dove nel Principio 1 afferma che «l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile», e così anche altri codici di autodisciplina, che in molti paesi europei hanno recentemente affiancato crescita di lungo periodo e sostenibilità quali obiettivi dell'agire degli amministratori⁴⁰.

³⁸ A.J. HOFFMAN, (nt. 34), 36.

³⁹ Vi sono stati dapprima il caso del codice civile olandese: il *Nieuw Burgerlijk Wetboek*, all'art. 2:129, § 5, impone a tutte le società di capitali di perseguire gli interessi della società e della sua attività d'impresa; del *Companies Act* inglese 2006, che come è noto ha adottato una concezione *multistakeholders* dell'interesse sociale – c.d. *enlightened shareholders value* – fermo il primato della creazione di valore per gli azionisti, là dove nella controversa *sec. 172, par. 1*, prescrive che «a director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to – (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company». Come chiarisce, poi, la *sec. 172, par. 2*, «where the company's purposes consist of or include purposes other than for the benefit of its members, the director must act in the way they consider, in good faith, would be most likely to achieve those purposes».

Vi sono, poi, il caso del *code des sociétés et des associations* belga introdotto dalla *loi* 23 marzo 2019, ove l'*art. 1, par. 1*, stabilisce, a proposito della nuova definizione di società, che «elle a un patrimoine et a pour objet l'exercice d'une ou plusieurs activités déterminées. Un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect»; il caso dell'ordinamento francese, e ivi delle modifiche all'*art. 1833 code civil* recate dalla *loi* n. 2019-486 del 22 maggio 2019, o *Loi Pacte*, con il nuovo *alinéa 2*, ai sensi del quale «la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité».

⁴⁰ Così in particolare, oltre l'Italia, Francia, Germania, Belgio, Spagna hanno rafforzato gli

Una prima riflessione di carattere generale è che certamente nella prospettiva del mercato e della concorrenza tra ordinamenti è opportuno che non ci siano ambiguità da parte dei legislatori nazionali circa il rapporto fra sostenibilità secondo i criteri ESG e scopo-fine del veicolo societario. Da questo punto di vista, è sicuramente apprezzabile la scelta degli ordinamenti che si sono pronunciati con molta nettezza piuttosto che attendere eventuali mosse del legislatore europeo⁴¹, sebbene poi l'effettività di queste prescrizioni, cioè la reale presenza di un obbligo per gli amministratori di perseguire interessi non lucrativi, sia tutta da verificare, tanto più se poi le sanzioni per il mancato perseguimento non ci sono: tra i casi di maggior insuccesso in questo senso si registra proprio la citatissima *section 172, par. 1*, del *Companies Act* britannico⁴².

Riguardo all'ordinamento italiano, a parte i casi di società di diritto speciale o singolare (e) senza scopo di lucro introdotte da norme eccezionali, è noto che si è evoluto dapprima a favore di un modello di società non lucrativa nella disciplina dell'impresa sociale (anche societaria) non lucrativa⁴³, e poi a favore della compatibilità tra scopo di lucro e scopi diversi nella società *benefit*, ossia il modello – grosso modo equivalente alla *société à mission* francese – che la legge istitutiva chiama a realizzare, ad un tempo, lo scopo di lucro insieme a un beneficio *collettivo e sostenibile*⁴⁴.

Tuttavia, messe subito da parte le fattispecie societarie introdotte da norme eccezionali, e messi da parte anche i due modelli, offerti dalla legislazione speciale, dell'impresa sociale non lucrativa e della società *benefit*, nemmeno dopo le già ricordate modifiche all'art. 41, secondo comma, Cost. si potrebbe affermare l'esi-

obiettivi di lungo termine e di sostenibilità dell'attività di impresa posti dai codici di *corporate governance*. È evidente ed intuitivo, del resto, il ruolo fondamentale che l'autodisciplina riveste nell'accompagnare e valorizzare le riforme normative: ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, Rapporto Assonime. Note e studi, n. 6/2021, 17; ASSONIME, *Rapporti di giunta*, 2021, 73.

⁴¹ È la condivisibile opinione di U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «sopremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello scopo sociale?*, in *Riv. soc.*, 2022, 14.

⁴² Sul punto v. N. GRIER, *Enlightened shareholder value: did directors deliver?*, in *Juridical Rev.*, 2014, 104 ss.

⁴³ La disciplina, come è noto, è contenuta negli artt. 1 ss. d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, che reca la revisione delle disposizioni in materia di impresa sociale ed è a sua volta parte di una riforma più ampia della quale fa parte il nuovo «codice del terzo settore», ossia il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 117, che ha sostituito il d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155. Entrambi hanno dato attuazione alla l. delega 6 giugno 2016, n. 106, per la riforma del terzo settore e dell'impresa sociale, e per l'istituzione del servizio civile universale.

⁴⁴ Dispone l'art. 1, comma 376, l. 28 dicembre 2015, n. 208, che sono «società *benefit*», quelle che «nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse».

stenza di un obbligo positivo per gli amministratori di perseguire interessi diversi dallo scopo lucrativo⁴⁵, che, data la sua centralità nell'attuale formulazione dell'art. 2247 c.c., può tutt'al più tollerare una convivenza con scopi altri in posizione subordinata e marginale⁴⁶.

Il vincolo rappresentato dalla clausola lucrativa ex art. 2247 c.c. è stato non solo confermato ma anzi rafforzato dalla riforma del diritto societario del 2003, sebbene forse non sia superfluo ricordare – il che è rilevante ai nostri fini – che scopo di lucro *non* significa obbligo di massimizzazione dell'utile⁴⁷.

Quanto all'eventualità di includere esplicitamente nell'interesse sociale (e nella clausola sull'oggetto sociale) insieme all'utile – e quindi allo *shareholders' value* – gli interessi di altri *stakeholders*, a parte il vincolo rappresentato dalla clausola lucrativa si porrebbe il duplice problema di selezionare le categorie di *stakeholders*, e di stabilire quali dei relativi interessi sono rilevanti⁴⁸, e resterebbe comunque il dubbio se questa integrazione di interessi sia effettivamente in grado di garantire, all'atto pratico, un miglioramento della loro posizione⁴⁹. Quel che invece è certo è che accrescerebbe il potere discrezionale degli amministratori⁵⁰.

⁴⁵ Osservava (già prima delle modifiche all'art. 41, secondo comma, Cost.) che certamente non si può fondare sulla Costituzione l'obbligo di perseguire i dettami della *Corporate Social Responsibility*, ma che altrettanto certamente è possibile accogliere una nozione di interesse sociale comprensiva dell'interesse dei soci futuri, proiettata nel lungo periodo e dunque coincidente con «l'interesse alla duratura presenza dell'impresa nel mercato», M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 28; cfr. M. MAUGERI, «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in questa *Rivista*, 2019, 640, il quale osserva che sarebbe senz'altro opportuno, in questa prospettiva, che il legislatore indicasse una gerarchia di interessi per l'azione degli amministratori.

⁴⁶ M. MAUGERI, (nt. 45), 638.

⁴⁷ V. *infra*, testo e nt. 55.

⁴⁸ Cfr. F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in questa *Rivista*, 2021, 58, il quale ritiene che ogni emittente potrebbe/dovrebbe effettuare una scelta degli interessi da considerare prioritari, in ragione dell'oggetto sociale, e quindi dell'attività svolta; critica questa possibilità, che lascia un troppo ampio margine di discrezionalità agli amministratori, L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 318; analogo dubbio esprime lo stesso U. TOMBARI, (nt. 41), 15.

⁴⁹ Molto scettico in proposito H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, trad. it. in *Riv. soc.*, 2018, 16, ivi con riferimento alle norme in materia di scopo dell'impresa societaria che in alcuni ordinamenti impongono agli amministratori di tenere conto degli interessi di *stakeholders* diversi dai soci senza che questo decreti, di per sé, un migliore perseguimento di quegli interessi (ma piuttosto, sicuramente, un incremento della discrezionalità gestoria); in questa direzione anche G.B. PORTALE, (nt. 19), 955; M. CIAN, *Dottrina sociale della Chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, (nt. 33), III, 2015; L. CALVOSA, (nt. 48), 318; M.S. SPOLIDORO, (nt. 19),

Analoghe perplessità sono state espresse in merito all'utilità di integrare componenti designati o eletti da determinati *stakeholders* negli organi societari, sul modello «forte» della *Mitbestimmung* tedesca oppure di strumenti più blandi di codeterminazione come la concertazione endosocietaria con i rappresentanti di certe categorie di *stakeholders*⁵¹: anche in questo caso si porrebbe il dubbio sulla scelta della – o delle – categorie titolari del potere di designazione o nomina dei componenti dell'organo, e nel frattempo si accrescerebbe il potere discrezionale degli amministratori.

La questione non può certo essere esaurita in questa sede, ma in ogni caso la via da percorrere per cogliere il rapporto tra *shareholders theory* e obiettivi *ESG* alla luce del diritto positivo attuale non può essere (nemmeno nelle grandi società destinatarie degli obblighi di informativa sulla sostenibilità) scardinare l'art. 2247 c.c. e la clausola lucrativa, rimettere in discussione la nozione di interesse comune, modificare i parametri di riferimento dell'operato degli amministratori, inserire uno o più obiettivi di sostenibilità nella clausola sull'oggetto sociale e modificare lo spettro dei doveri e delle responsabilità degli organi societari e, conseguentemente, i parametri per la loro remunerazione⁵².

È possibile però aggiungere a queste conclusioni alcune osservazioni.

La prima osservazione, che è un esercizio retorico, è che è sempre possibile perseguire interessi diversi dallo scopo di lucro senza intervenire sulla causa societaria e sullo statuto (quindi anche in assenza di una specifica clausola statutaria che li preveda)⁵³ qualora siano conciliabili con lo scopo di lucro, perché la

361, che ritiene velleitario ipotizzare che ampliando la nozione di interesse sociale si amplierebbe (anche) l'area di responsabilità degli organi societari.

⁵⁰ L. CALVOSA, (nt. 48), 318.

⁵¹ F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. SACCHI, Milano, Giuffrè, 2020, 482; ID., (nt. 48), 58.

⁵² In merito ai compensi è utile ricordare che la direttiva 2017/828/UE, 17 maggio 2017, o *SHRD II*, è stata trasposta nell'ordinamento italiano con il d. lgs. 10 maggio 2019, n. 49, il cui art. 3 ha modificato l'art. 123-ter T.U.F. (ridenominato «relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti») e ha introdotto un nuovo comma 3-bis, ai sensi del quale «la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo (...)». L'obiettivo generale di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti al fine di rafforzare la sostenibilità della società nel lungo periodo passa, dunque, attraverso il coinvolgimento degli azionisti nelle politiche retributive: si v. P. VALENSISE, I. BUI, *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D.Lgs. n. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della CONSOB*, in <https://www.diritto bancario.it>, 11 luglio 2019, 1.

⁵³ Favorevole a un'interpretazione evolutiva dell'art. 2247 c.c. alla luce della progressione dell'ordinamento a favore di modelli societari non lucrativi M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in questa *Rivista*, 2019, 632 s. Lo stesso art. 1, comma 379, l. 28 dicembre 2015, n. 208, secondo cui «le società diverse dalle so-

clausola lucrativa non implica alcun obbligo di massimizzare l'utile e di massimizzarlo in via esclusiva⁵⁴, che sostenibilità interna e sostenibilità esterna all'impresa (quindi equilibrio finanziario e sostenibilità), sono di norma conciliabili sia nel breve che nel lungo periodo⁵⁵, e che si rende necessario – in verità

cietà benefit, qualora intendano perseguire anche finalità di beneficio comune, sono tenute a modificare l'atto costitutivo o lo statuto, nel rispetto delle disposizioni che regolano le modificazioni del contratto sociale o dello statuto, proprie di ciascun tipo di società, non può essere intesa nel senso di un divieto, per gli amministratori, di perseguire interessi altri in assenza di una apposita clausola statutaria; in questa direzione anche U. TOMBARI, (nt. 41), 12 ss.; D. RAMOS MUÑOZ, E. CERRATO GARCÍA, M. LAMANDINI, *The EU's «Green» Finance. Can «Exit», «Voice» and «Coercion» be enlisted to aid sustainability goals?*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, III, (nt. 33), 2101. A favore della possibilità di contemperare interessi diversi dalla massimizzazione dell'utile grazie alla discrezionalità tecnica dell'organo gestorio e quindi alla sua capacità di bilanciare interessi diversi, M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 499 ss., e spec. 502; A. DACCÒ, *Capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, III, (nt. 33), 1988 s. Contrari G.B. PORTALE, (nt. 19), 953, secondo il quale l'art. 2247 c.c. sancisce una concezione monistica dell'interesse sociale; C. ANGELICI, (nt. 1), 16 ss.; M. STELLA RICHTER jr, (nt. 1), 901 ss., e in *Riv. soc.*, 2021, 28 ss., da sempre scettico sulla capacità degli amministratori di ponderare e bilanciare in maniera equilibrata interessi diversi, e quindi contrario all'idea di mettere insieme finalità ambientali e sociali lasciando, poi, agli amministratori la libertà di ponderarle e bilanciarle a piacimento. Inizialmente contrario Denozza (v. F. DENOZZA, A. STABILINI, *Le società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in questa *Rivista*, 2, 2017, 7 ss. e spec. 10, secondo i quali, dopo il varo della legge sulle società *benefit*, una società che non preveda nello statuto l'obbligo di scelte di responsabilità sociale potrebbe operare in tal senso solo in via occasionale e comunque sempre strumentale allo scopo lucrativo). Successivamente v. però, in senso opposto e quindi a favore di un'interpretazione evolutiva dell'art. 2247 c.c., purché trovi poi riscontro negli assetti organizzativi della società e in particolare nella composizione dell'organo amministrativo, ID., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 618 ss. Del resto, alle società lucrative è consentito introdurre clausole altruistiche nello statuto sociale senza – per ciò solo – pregiudicare lo scopo lucrativo: per tutti M. STELLA RICHTER jr., *Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, I, Torino, Utet, 2004, 165 ss., e anche ID., *L'impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale, La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, in *La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, a cura di F. MACARIO, M.N. MILETTI, Roma, Roma TrE-Press, 2017, 79. Favorevole anche S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder della società benefit*, in questa *Rivista*, 2/2017, 6 s., la quale osserva che anche dopo l'istituzione del modello organizzativo della società *benefit* è consentito alle società «non benefit» nelle quali «gli impegni di responsabilità sociale non appartengono stabilmente al programma imprenditoriale concordato dai soci nello statuto della società e le cui iniziative di CSR eventualmente adottate dall'organo amministrativo siano comunque giustificabili (e giustificate) secondo la disciplina comune» di continuare a perseguire questa politica, all'insegna del «contemperamento tra interessi potenzialmente confliggenti». Solo le società che intendano optare per una responsabilità sociale d'impresa in senso forte sarebbero, dunque, vincolate ad adottare il modello di società *benefit*.

⁵⁴ M. CIAN, (nt. 53), 485 ss.; ID., *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in questa *Rivista*, 2021, 1136, 1144 s.; M. LIBERTINI, (nt. 19), 54 ss.

⁵⁵ V. *supra*, § 2.

non solo nelle grandi imprese destinatarie della CFRD e del *reporting* di sostenibilità ma anche nell'intero comparto delle PMI⁵⁶ – un approccio integrato che coniughi la gestione del rischio ambientale alla gestione del rischio finanziario.

La seconda, duplice, osservazione è che se anche la sostenibilità esterna non segna l'ingresso di *stakeholders*-non soci nell'interesse sociale (e) comune, è però una dimensione con la quale necessariamente tutte le imprese devono confrontarsi, e non solo le imprese destinatarie della CFRD, cioè le grandi imprese e medie imprese «ad elevato impatto», ma anche le PMI, che sono responsabili di oltre il 60% del totale delle emissioni, e quindi hanno un problema grave di controllo delle esternalità negative.

È l'intero comparto delle PMI, quindi, che dovrebbe porsi il problema di un approccio integrato alla gestione del rischio finanziario e del rischio di sostenibilità (soprattutto quello ecoambientale, dando per scontato che tra gli obiettivi ESG la sostenibilità *environmental* sia quella più incalzante, e che la sua urgenza è unanimemente riconosciuta da tutti, sebbene poi nessuno ritenga né di doversene occupare, né tantomeno di dover patire sacrifici per farlo).

Il punto non è, dunque, conferire alle società di grandi dimensioni che sono enti di interesse pubblico un ruolo politico, ma riconoscere la necessità di promuovere un processo di revisione del modello produttivo imprenditoriale, consapevoli del fatto che qualora una revisione non avrà luogo, «nel lungo periodo questo influirà sulla capacità di chiunque di generare profitti»⁵⁷.

La terza osservazione è che quand'anche la CSDDD non dovesse mai vedere la luce, e quindi non dovesse essere istituita una fattispecie di responsabilità dell'impresa per i danni provocati dalle proprie esternalità negative, anche solo alla luce del novello art. 9 e del novello art. 41, secondo comma, Cost., e delle inevitabili ricadute che la costituzionalizzazione della tutela dell'ambiente ha sugli assetti organizzativi dell'impresa e sulla mappatura dei rischi, non è più possibile concludere che il perseguimento di questi obiettivi è una missione sociale da affidare soltanto al decisore pubblico.

Si aggiunga che l'ordinamento europeo e l'ordinamento interno chiaramente muovono nella direzione di promuovere un comportamento collaborativo e cooperativo⁵⁸, senza il quale nessuno degli obiettivi ESG sarebbe raggiungibile.

⁵⁶ Come si è già ricordato, alle PMI la CSRD si applicherà in via differita, a partire dal 1° gennaio 2026, e solo facoltativamente.

⁵⁷ U. TOMBARI, (nt. 41), 3.

⁵⁸ Cfr. V. CARIELLO, (nt. 32), 414 ss.; U. TOMBARI, *Riflessioni sullo «statuto organizzativo» dell'«impresa sostenibile» tra diritto italiano e diritto europeo*, in *AGE*, 2022, 135 ss. (che si rifà al pensiero di M. Mazzucato e M. Shafik); A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria*, Bologna, Il Mulino, 2022. V. anche G.D. MOSCO, R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva U.E. in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022, 199 ss. (pur critici su molti profili delle soluzioni prevista nella proposta di direttiva di cui al titolo). In ogni caso, è difficile accettare l'idea che, in un mondo chiamato ad affrontare problemi

Certamente questo orientamento del legislatore europeo non passa attraverso l'imposizione di obblighi di contemperamento tra interesse lucrativo e interessi altri⁵⁹, né – conseguentemente – vincola l'attività imprenditoriale imponendo che le attività sostenibili figurino nella clausola sull'oggetto sociale⁶⁰, ma passa piuttosto attraverso una serie di norme-incentivo – ad esempio e in particolare quelle sull'informativa di sostenibilità⁶¹ – che dovrebbero spingere le imprese societarie, al momento quelle di grandi dimensioni e le medie imprese appartenenti a settori ad elevato impatto, verso la sostenibilità esterna, specie di stampo ecoambientale.

Si aggiunga che per molte filiere produttive, e per tutte le connesse catene di fornitura, senza sostenibilità esterna verrà presto a mancare la sostenibilità (anche) interna. Proprio questa urgenza autorizza, anzi, gli emittenti a graduare l'importanza dei diversi obiettivi ESG procedendo ad una selezione (posto che sono tanti, spesso in reciproca contraddizione, e certamente troppi da conseguire contemporaneamente), e a collocare in primo piano la sostenibilità *environmental*, perché è la crisi ecoambientale quella che rischia di fare sparire intere filiere produttive⁶²: si pensi alle attività agricole, di pesca e di allevamento, al turismo e al suo gigantesco indotto, e al settore delle fonti energetiche derivanti da combustibili fossili. Quest'ultima criticità è emersa già da tempo ma, come è noto, ha conosciuto un'ac-

epocali (crisi ambientale, ordine internazionale, rispetto dei diritti fondamentali), il diritto dell'impresa possa rimanere isolato e impermeabile, governato dall'unico principio di ricerca del profitto. Si impongono soluzioni che – senza smentire le esigenze di fondo di remunerazione dei capitali investiti e senza pensare di delegare alle imprese compiti che investono essenzialmente la discrezionalità e la responsabilità dei poteri pubblici – comportino un orientamento della discrezionalità imprenditoriale al fine di contribuire alla soluzione dei grandi problemi del mondo: M. LIBERTINI, (nt. 19), *loc. cit.*

⁵⁹ In questo ha ragione E. BARCELLONA, (nt. 26), 25 ss.; e sulla stessa linea C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 7 s.

⁶⁰ Il vincolo, per gli amministratori, al conseguimento di obiettivi sostenibili (se c'è) passa, *ex art. 2380 bis c.c.*, attraverso l'inserimento in oggetto sociale delle corrispondenti attività, come ricorda, tra gli altri, U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.a. tra «interessi dei soci» ed «altri interessi»*, in *Riv. soc.*, 2018, 25.

⁶¹ Come osservava C. ANGELICI, (nt. 59), 7 s., ivi con riferimento alla NFRD, gli obiettivi di *Corporate Social Responsibility* sono conseguiti pressoché esclusivamente attraverso l'imposizione di obblighi informativi.

⁶² M. COSSU, *Il diritto e l'incertezza. La legislazione d'impresa al tempo della pandemia*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1222 ss.; G. PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della «nuda» impresa nell'economia del post Covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della Costituzione)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 37 s. L'indagine svolta nel 2022 dal *World Economic Forum* rivela che i profili ambientali e di sostenibilità figurano tra le categorie di rischio più rilevanti, in termini sia di probabilità sia di severità degli impatti potenziali: C. MOSCA, *Reporting. Verso la CRSD*, Milano, ESG Business Conference, 15 giugno 2022; E. BERNARDINI, I. FAIELLA, L. LAVECCHIA, *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, in Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza, Occasional Paper*, marzo 2021, 17 ss.

celerazione abnorme per via della crisi strutturale che si è prodotta sia sul lato della domanda che sul lato dell'offerta durante la pandemia da Covid-19⁶³.

In questo senso, la *shareholders' view* e l'obiettivo del conseguimento (non della massimizzazione) dell'utile si coniugano con l'interesse dell'impresa a sopravvivere mantenendo intatta la propria capacità (ri)produttiva.

Così impostata la questione, è evidente che la monolitica, e dunque semplicistica, contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo appare sempre meno decisiva, significativa e feconda di conseguenze⁶⁴, perché quando si parla di obiettivi ESG ecoambientali l'interesse sociale non può non coincidere con l'interesse dell'impresa pur se da esso distinto⁶⁵, o perlomeno con alcuni interessi dell'impresa.

La sequela di questi obiettivi non rappresenta, dunque, una componente dell'oggetto sociale ma un metodo produttivo e riproduttivo dell'impresa in generale, e rappresenta anche il nuovo punto di incontro tra interesse sociale, interesse dell'impresa e *consumers' welfare*. La sostenibilità esterna non si contrappone ma anzi asseconda il realizzarsi dell'interesse sociale di marca lucrativa conformemente alla *shareholders' view*, si concilia con una condizione di equilibrio interno (finanziario)⁶⁶, nel contempo realizza l'ambizione dell'organismo produttivo a sopravvivere nel tempo e l'interesse di tutti gli *stakeholders* non azionisti alla sopravvivenza dell'impresa⁶⁷, soddisfa le aspettative delle varie categorie di azioni-

⁶³ M. COSSU, (nt. 62), 1222 ss.; EAD., *Il diritto dell'impresa al tempo del Covid-19. Alcuni effetti della pandemia sul diritto dell'impresa e delle società di capitali*, Udine, Forum, 2020, 61 ss.; U. MALVAGNA, M. RABITTI, *Pandemia Covid-19 e squilibri negoziali delle filiere produttive*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, Pisa, Pacini, 2021, 25 s. Osserva M. MAUGERI, (nt. 45), 644, come sia evidente quanto «le conseguenze economiche negative del clima estremo, delle diseguaglianze sociali, degli squilibri finanziari e delle emergenze sanitarie assumano oramai rilevanza sistemica».

⁶⁴ Lo osserva, tra gli altri, P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 317.

⁶⁵ M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, 305 ss.; P. MONTALENTI, (nt. 64), 305.

⁶⁶ Riprende questo filone di pensiero (il cui punto di partenza, entro la letteratura manageriale, si trova espresso in R.E. FREEMAN, *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman, 1984), M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.

Più in generale, sulla evoluzione delle teorie sulla responsabilità sociale dell'impresa, v., da ultimo, U. KOCOLLARI, L. MERZI, *Aspetti fondanti in tema di responsabilità sociale d'impresa*, in *La responsabilità sociale delle imprese. Un percorso verso lo sviluppo sostenibile. Profili di governance e di accountability*, a cura di F. BELLUCHI, K. FURLOTTI, Torino, Giappichelli, 2022, 43 ss.

⁶⁷ P. MONTALENTI, *La nuova società quotata: quali prospettive?* in *La nuova società quotata: tutela degli stakeholders, sostenibilità e nuova governance*, a cura di P. MONTALENTI, M. NOTARI, Milano, Giuffrè, 2022, 14 s.: «l'orientamento oggi prevalente nella dottrina italiana ritiene superata una visione strettamente contrattualistica dell'interesse sociale, limitato alla massimizzazione del

sti, così diversi tra loro e però accomunati dall'interesse dell'impresa⁶⁸, risponde alle istanze di *consumers' welfare*.

A differenza di quanto accade per il modello della società *benefit*, ove lo scopo altruistico si aggiunge formalmente allo scopo di lucro attraverso lo statuto societario (di modo che il perseguimento di uno o più scopi benefici entra nel perimetro dello scopo societario e quindi dell'oggetto sociale, peraltro in posizione equiparata rispetto allo scopo di lucro)⁶⁹, la sostenibilità attiene invece, quindi, al diritto dell'impresa, e al *modus operandi* dell'organismo produttivo, e quindi al processo produttivo imprenditoriale, quali che siano il tipo e lo scopo del veicolo societario.

6. Il ruolo degli investitori istituzionali.

Resta da valutare se alcuni azionisti, in specie gli investitori istituzionali e i gestori di attivi, in quanto muniti della necessaria competenza ed esperienza, possano avere voce in capitolo nella predisposizione di assetti organizzativi adeguati⁷⁰, e possano dunque formulare suggerimenti – ferma la competenza esclusiva degli amministratori in materia di adeguatezza degli assetti organizzativi – circa la sostenibilità esterna dell'impresa, ad esempio suggerendo la nomina di un consulente, o in alternativa l'attribuzione di una delega interna al consiglio.

Questa domanda, così come la risposta positiva, rappresentano un altro esercizio retorico, dato che non si può negare ai soci, specie ai soci più competenti ed autorevoli, il diritto di interloquire nelle decisioni organizzative, anche perché a rigore determinate scelte organizzative, come ad esempio la presenza di un'ap-

profitto»; prevale invece «una concezione dell'interesse sociale che, con un sintagma, si può definire di 'istituzionalismo debole' o di 'neo-istituzionalismo'»; M. LIBERTINI, (nt. 19), *loc. cit.*

⁶⁸ P. MONTALENTI, (nt. 64), 306 s.

⁶⁹ G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in questa *Rivista*, 2/2017, 2.

⁷⁰ Favorevoli, evidenziando anzi l'interesse dei soci ad esprimere queste valutazioni, R. SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?* in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1287; A. MIRONE, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in questa *Rivista*, 2020, 37 s.; ID., *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del «decreto correttivo» al codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, (nt. 1), II, tomo II, 650 ss. Il medesimo A., peraltro, evidenzia l'utilità – e anzi la necessità – di distinguere tra scelte “organizzative” e scelte “gestionali”, possibilità affermata anche da M. DE MARI, *Gli assetti organizzativi di mercato*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. IRRERA, Bologna-Roma, Zanichelli, 2016, 23; A. CETRA, *L'amministrazione delegata nella s.r.l.*, in *Società, banche, crisi d'impresa*. Liber Amicorum Pietro Abbadessa, II, *Società: amministrazione, scioglimento, gruppi, srl, cooperative*, Torino, Utet, 2014, 1689.

sita funzione aziendale deputata alla stima dei fattori ESG, potrebbero anche essere previste (e quindi imposte dai soci) nello statuto.

Si osserva comunque in proposito che per orientare gli emittenti verso una transizione sostenibile è necessario concentrare l'attenzione sulle politiche di gestione del rischio «sistematico» dell'investimento da parte degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, e sugli obblighi di comportamento di questi investitori (in quanto) gli unici in grado di spingere verso una gestione e un controllo del rischio ecoambientale⁷¹, inteso non nella sua dimensione di rischio individuale del singolo emittente bensì quale *rischio di mercato* che affetta il valore delle partecipazioni e può essere controllato solo sistematicamente⁷² (e sul quale non a caso si concentra l'attenzione delle autorità di vigilanza)⁷³.

In questa prospettiva è anche cruciale, quindi, imporre agli azionisti investitori istituzionali e ai gestori di attivi obblighi di trasparenza in ordine alle politiche di impegno nel monitoraggio delle partecipate⁷⁴ e fare leva sul loro dovere fiduciario di attivarsi per indurre gli amministratori delle stesse a gestire il rischio sistematico, al fine di assicurare un rendimento sostenibile del proprio portafogli⁷⁵.

L'obiettivo è, infatti, «(...) assicurare che le imprese, se sollecitano il risparmio sulla base di motivazioni di carattere non finanziario, facciano poi ciò che hanno dichiarato di fare», nonché predisporre un assetto rimediale efficiente a contrasto di possibili abusi degli emittenti, rafforzando il sistema di verifica delle dichiarazioni contenute nei *report* di sostenibilità al fine di stroncare *greenwashing* e *social washing*.

Essendo tra l'altro quello del risparmio gestito un comparto del mercato ad elevata concentrazione, è giocoforza che le *policy* adottate dai principali operatori segnino una tendenza, acquistino una valenza di *moral suasion* molto forte e condizionino tutte le società i cui strumenti finanziari sono inclusi nei portafogli degli investitori. E le *proxy voting guidelines* adottate dai principali investitori istituzionali e le *exclusion policies* adottate dagli *index providers* spingono moltissimo sulla sostenibilità ambientale e sociale. Il loro impatto, come è stato osservato,

⁷¹ In questa direzione, tra gli altri, F. DENOZZA, (nt. 51), 619 ss.; MAUGERI, (nt. 45), 639, 644 s.

⁷² M. MAUGERI, (nt. 45), 643 s. Ciò conduce ad ammettere «...l'esistenza di un interesse "obiettivo" e quindi "comune" a tutti gli investitori (sia diversificati sia, e a maggior ragione, se "concentrati") a che le società emittenti gestiscano il rischio derivante dall'impatto ambientale o sociale delle proprie attività o riveniente dal contesto sanitario in cui esse si svolgono: un rischio il quale, appunto perché "di sistema" (cioè ormai tale da trasmettersi all'intero portafoglio), non può più essere affrontato con la tecnica della diversificazione», *ibidem*.

⁷³ Recentemente si v. sul punto G. SIANI, *Il risparmio gestito: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali*, Banca d'Italia, 15 febbraio 2023, 1.

⁷⁴ M. MAUGERI, (nt. 45), 645, ivi in particolare con riferimento all'art. 3-*octies*, par. 1, lett. a, della *SHRD II* e alla norma interna di recepimento, ossia l'art. 124-*quinquies* T.U.F.

⁷⁵ M. MAUGERI, (nt. 45), 645.

non è solo reputazionale, come accade per i codici di buona condotta, perché è in grado di determinare l'esclusione di un emittente dall'indice, generando danni economici ingenti.

L'informativa sulla sostenibilità è cruciale perché «è funzionale all'attuazione da parte degli investitori istituzionali di politiche volte alla riduzione del rischio sistematico di portafoglio», e la collaborazione tra investitori nel monitoraggio delle partecipate riduce i costi e consente di raggiungere migliori risultati (laddove un approccio di controllo *firm specific* sarebbe troppo costoso e difficile da praticare per qualunque investitore istituzionale, quand'anche di grandi dimensioni).

Sono altrettanto cruciali le *exclusion policy* adottate da questi investitori sulla base dei *rating* degli *index providers*: l'esclusione di un emittente da un indice può generare, infatti, danni economici ingenti.

Resterebbe da aggiungere, a questo punto, un'ultima riflessione sul *consumers' welfare*, perché i fattori ESG rappresentano la frontiera più sfidante non solo per lo *shareholders' value* ma anche per il *consumers' welfare*. Le coorti più giovani di investitori-consumatori e di investitori *retail* sono estremamente sensibili e reattivi, infatti, sia di fronte agli obiettivi ESG, specie quelli eco-ambientali, e sia di fronte ad alcuni obiettivi *social* come l'equità di genere e la salubrità degli ambienti di lavoro. I c.d. *post-Millennials*, tra i quali in particolare i componenti della *Gen-Z*, sono, di conseguenza, sempre più nettamente orientati ad acquistare nei mercati reali beni e servizi da imprese la cui intera *supply chain* sia sostenibile, e a selezionare nei mercati finanziari investimenti sostenibili.

7. Grande Crisi Globale (GFC), governo societario e transizione sostenibile delle PMI.

La leva rappresentata dai condizionamenti che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono in grado di esercitare sulle società diventa minore, sin quasi ad annullarsi, nelle PMI non quotate, che non figurano nei portafogli dei principali fondi e conseguentemente non sono incluse negli indici di riferimento, con la conseguenza che in queste società la pressione rappresentata dalle *policy* e dalle *proxy voting guidelines* diventa decisamente minore, sin quasi ad annullarsi, così come si annullano il timore di subire l'*exit* degli investitori istituzionali e il timore di subire l'esclusione dall'indice e un ribasso nel valore di mercato (e quindi nella liquidità) delle partecipazioni.

Si arriva, così, al cuore del problema, perché sebbene l'insieme delle PMI sia responsabile di oltre il 60% delle emissioni⁷⁶, proprio a questi emittenti la CSR

⁷⁶ V. *supra*, § 4.

si applica solo su base volontaria e solo a partire dal 2026, e così conseguentemente gli obblighi di informazione e comunicazione societaria in materia di sostenibilità.

Nel contempo, in un momento nel quale il varo della CSDDD è ancora in stallo, vi è chi da un lato rileva che l'attività di tutte le PMI genera esternalità di tipo *environmental e social*, segnatamente in termini ecoambientali e di tutela dei diritti umani⁷⁷, e dall'altro (conseguentemente) sostiene che le regole di *due diligence* dovrebbero operare trasversalmente ai modelli organizzativi e al ristretto ambito delle grandi imprese societarie, poiché riguardano l'attività produttiva in quanto tale, e quindi la disciplina generale dell'impresa⁷⁸.

⁷⁷ Cento grandi imprese hanno firmato un manifesto di protesta per il ritardo nell'approvazione della CSDDD. Fra queste figurano «Danone», «Ericsson», «Ikea», «Aviva», «Robeco». Il documento è pubblicato sul sito dell'*European Parliament Working Group on Responsible Business Conduct*, https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwjRnKvUhpSDAxUFX_EDHXZKC-IQFnoECA0QAw&url=https%3A%2F%2Fresponsiblebusinessconduct.eu%2Fwp%2Fabout-the-group%2F&usg=AOvVaw0iKhgYcBJtGHZj9GCIC3M9&opi=89978449. Si tratta di un gruppo trasversale di parlamentari europei del quale non fa parte alcun parlamentare italiano.

⁷⁸ Si v. M. LIBERTINI, (nt. 19), *loc. cit.*, il quale riferisce tra l'altro che nel caso di «Danone», il CEO che aveva sostenuto questa posizione è stato poi revocato dall'incarico. Il caso ha avuto grande risalto nelle cronache (v., p.e., L. MARTINELLI, *Danone, silurato il manager della svolta green*, ne *La Stampa*, 16 marzo 2021).

Oltre lo *shareholder value*. Verso nuove regole per la composizione degli interessi nella grande impresa azionaria

Beyond shareholder value. Towards new rules to balance interests in large corporations

Andrea Perrone*, Danilo Semeghini**

ABSTRACT:

Nel contesto del dibattito internazionale sul *corporate purpose*, l'articolo identifica il potere economico delle grandi società per azioni come il principale fattore che sollecita a superare il paradigma dello *shareholder value*. In questa prospettiva, l'articolo discute le strategie normative adottate dalla recente legislazione europea in tema di capitalismo sostenibile, con specifico riguardo a regole di trasparenza e disciplina degli assetti organizzativi.

Considering the international debate on corporate purpose, this paper identifies the economic power of large corporations as the main factor that requires overcoming the shareholder value paradigm. The article discusses the regulatory strategies adopted by recent European legislation on sustainable capitalism, focusing on disclosure and corporate arrangements.

SOMMARIO:

1. Gestione dell'impresa e interessi rilevanti. – 2. La composizione degli interessi nel paradigma dello *shareholder value*. – 3. I limiti del paradigma nell'esperienza storica. – 4. Potere della grande impresa azionaria ed equilibrio tra gli interessi. – 5. Le iniziative dell'Unione europea in materia di capitalismo sostenibile. – 5.1. Le regole di trasparenza. – 5.2. La disciplina degli

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Cattolica del Sacro Cuore; e-mail: andrea.perrone@unicatt.it.

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

Gli autori ringraziano Francesco Denozza per le preziose osservazioni a una versione precedente di questo *paper*. Per le sue caratteristiche strutturali, il contributo costituisce l'esito di un lavoro comune. Ai soli fini istituzionali, possono essere attribuiti ad Andrea Perrone i parr. 1, 2 e 6, e a Danilo Semeghini i parr. 3, 4 e 5.

assetto organizzativo. – 6. Il potere della grande impresa azionaria nell'orizzonte del diritto societario.

1. Gestione dell'impresa e interessi rilevanti.

L'insoddisfazione verso il paradigma dello *shareholder value* è oggi largamente condivisa. La critica all'impianto che, nei decenni a cavallo del nuovo millennio, ha fondato l'approccio economico e giuridico alle grandi imprese azionarie è oggi diventata *mainstream* e il dibattito sul *corporate purpose* ha assunto dimensioni globali¹. Le ragioni per le quali «one of the oldest corporate law issues - For Whom is the Corporation Managed? - has become one of the hottest public policy issues»² si ritrovano nell'attuale contesto economico e sociale, significativamente diverso dal mondo nel quale il modello dello *shareholder value* è stato elaborato. Sul versante delle società, le grandi imprese azionarie sono diventate più grandi e potenti; in un mondo più popolato e interdipendente, la rilevanza delle esternalità generate dalla loro attività è aumentata; è cresciuta, infine, la consapevolezza che gli Stati non sempre riescono ad affrontare adeguatamente tali problemi³. Sul

¹ Il dibattito è stato alimentato, in particolare, dall'iniziativa di BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation* (August 19, 2019), in www.businessroundtable.org, preceduta, nel Regno Unito, dal progetto di BRITISH ACADEMY, *The Future of Corporation*, i cui primi contributi sono pubblicati in 6 *J. British Academy* (2018), in www.thebritishacademy.ac.uk; nell'Unione europea, European Commission, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance – Final report*, 2020, reperibile al seguente indirizzo: <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>. L'impostazione teorica della questione in termini di *corporate purpose* si deve a C.P. MAYER, *Prosperity, Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, OUP, 2018, ed è oggetto di una vastissima discussione accademica a livello internazionale: per tutti, negli Stati Uniti, L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in 106 *Cornell Law Rev.* (2020), 91 ss.; O. HART, L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in 1 *U. Chi. Bus. Law Rev.* (2022), 195 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *The Profit Motive. Defending Shareholder Value Maximization*, Cambridge-New York, CUP, 2023; in Europa, K.J. HOPT, *Corporate Purpose and Stakeholder Value - Historical, Economic and Comparative Law Remarks on the Current Debate, Legislative Options and Enforcement Problems* (March 15, 2023). ECGI - Law Working Paper No. 690/2023, reperibile in www.ssrn.com; B. SJÄFJELL, J. MÄHÖNEN, *Corporate purpose and the misleading shareholder vs. stakeholder dichotomy* (February 21, 2022). University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2022-43, 6-11, reperibile in www.ssrn.com; nella letteratura domestica, U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019; C. ANGELICI, "Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 4 ss.

² Così E.B. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose* (May 1, 2020). ECGI - Law Working Paper No. 515/2020, 1, reperibile in www.ssrn.com.

³ O. HART, L. ZINGALES, (nt. 1), 197; per un recente quadro di queste tendenze su scala globale, AA.VV., *Rising Corporate Market Power: Emerging Policy Issues* (March 15, 2021). International

fronte degli investitori, sono, invece, cambiate le preferenze, specialmente nelle generazioni più giovani⁴; nel contempo, è cresciuta la percezione che esternalità non governate possono precludere rendimenti proporzionati ai rischi degli investimenti effettuati⁵.

Così messo in questione il paradigma tradizionale, assai meno definiti sono, tuttavia, i contorni di un possibile modello alternativo. Se, da un lato, *adducere inconueniens non est solvere argumentum*, in punto di merito la discussione sul superamento del riferimento esclusivo allo *shareholder value* è resa più complessa dalla contemporanea valorizzazione, spesso per via autonoma, delle tematiche ambientali, sociali e di *governance*⁶.

Un punto fermo può, nondimeno, essere individuato. Tanto le posizioni che propugnano una gestione dell'impresa disciplinata in modo da attribuire rilevanza a interessi ulteriori rispetto all'interesse economico dei soci⁷, quanto le critiche che escludono l'effettiva praticabilità di tali soluzioni⁸, concordano, infatti, sull'esistenza del problema: la gestione dell'impresa coinvolge una pluralità di interessi eterogenei e potenzialmente divergenti; non è possibile, pertanto, considerare unicamente l'interesse dei soci, essendo, invece, necessario individuare strumenti giuridici adeguati per comporre la pluralità di interessi coinvolti dalla gestione dell'impresa e, in particolare, della grande impresa azionaria. Le soluzioni prospettate differiscono, oscillando tra un radicale ripensamento delle regole di *corporate governance* e un approccio "dall'esterno" del diritto societario, che affida la tutela degli altri interessi ritenuti meritevoli di protezione alle singole discipline speciali (per esempio, il diritto del lavoro, il diritto dell'ambiente o il diritto della concorrenza). Entrambe le impostazioni condividono, però, l'identifi-

Monetary Fund Staff Discussion Note, reperibile in www.imf.org.; L. KHAN, S. VAHEESAN, *Market Power and Inequality: The Antitrust Counterrevolution and its Discontents*, in 11 *Harv. L.&Pol'y Rev.* (2017), 235 ss.

⁴ Per tutti, M. BARZUZA, Q. CURTIS, D.H. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in 93 *South. Calif. Law Rev.* (2020), 1283 ss.

⁵ Sulla rilevanza dei rischi ambientali e sociali come rischi sistemici, non diversificabili per gli investitori istituzionali, nella nostra letteratura M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1022 ss.

⁶ Per una sintesi dello sviluppo di questo percorso, nella nostra letteratura, M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss.

⁷ Per tutti, C.P. MAYER, (nt. 1), cui *adde* L.E. STRINE jr, *Toward Fair and Sustainable Capitalism* (October 2019). Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 1018, reperibile in www.ssrn.com; A. EDMANS, *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, CUP, 2020.

⁸ Per tutti, S.M. BAINBRIDGE, (nt. 1); L. BEBCHUK, R. TALLARITA, (nt. 1); nella nostra dottrina, F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, 409 ss.

cazione del problema: una moderna disciplina della grande impresa azionaria non può trascurare gli interessi eterogenei che la sua gestione coinvolge.

2. La composizione degli interessi nel paradigma dello *shareholder value*.

Se, dunque, la rilevanza di una pluralità di interessi nella gestione dell'impresa è fuori discussione, il problema di fondo da affrontare riguarda la modalità con cui tali interessi possono trovare composizione.

In questa prospettiva, il successo della *shareholder value theory* può essere spiegato per la sua capacità di semplificare un problema complesso, secondo un tratto che tipicamente caratterizza lo “stile giuridico neo-liberale”⁹. Come nel più generale paradigma della “mano invisibile”, nel modello dello *shareholder value* le dinamiche di mercato costringono ciascuno a considerare gli interessi degli altri, così che il libero perseguimento dell'interesse egoistico consente di realizzare il benessere collettivo. In particolare, poiché gli azionisti sono *residual claimant* e sono, quindi, soddisfatti solo dopo tutte le altre controparti dell'impresa, una gestione che persegua il maggior rendimento possibile per gli azionisti valorizza, nel contempo, anche gli interessi degli altri *stakeholder*. Per tale ragione, la massimizzazione dello *shareholder value* risulta il criterio più semplice ed efficace per promuovere il benessere di tutti¹⁰.

Una simile impostazione colloca la soddisfazione degli interessi diversi da quello dei soci al di fuori dei criteri per la gestione dell'impresa. A tal fine rilevano, come già accennato, le dinamiche di mercato o, qualora queste non funzionino, i vincoli posti all'azione imprenditoriale dalle diverse discipline specificamente dirette a proteggere i singoli interessi rilevanti.

3. I limiti del paradigma nell'esperienza storica.

Il modello dello *shareholder value* presuppone, tuttavia, che nessuna impresa sia titolare di una posizione rilevante nel mercato. Solo in tal modo, infatti, il perseguimento di un determinato interesse risulta bilanciato dalle “contropinte” del mercato o della legge¹¹. Di contro, «today competition in markets dominated by a

⁹ Secondo l'espressione utilizzata da F. DENOZZA, su cui v. AA.VV., *Esiste uno «stile giuridico» neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di R. SACCHI, A. TOFFOLETTO, Milano, Giuffrè, 2019.

¹⁰ F. EASTERBROOK, D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge Mass., HUP, 1991, 6 s., 38; per una critica a tale impostazione, in particolare contestando la qualifica di *residual claimants* dei soci, M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *Specific Investment and Corporate Law*, in 7 *EBOR* (2006), 473 ss., spec. 483 s. e 495.

¹¹ Questa condizione è specificata anche nell'affermazione assunta a manifesto della *sharehold-*

few great enterprises has come to be more often either cut-throat and destructive or so inactive as to make monopoly or duopoly conditions prevail»¹². L'osservazione, già mossa da Berle e Means nel 1932 con riguardo alla dottrina di Adam Smith, vale anche per il paradigma dello *shareholder value*. Guardata in una prospettiva storica, l'enfasi sul valore per gli azionisti si è, infatti, accompagnata a un afflusso di capitali sempre maggiore verso le grandi imprese azionarie e, per conseguenza, a una crescita esponenziale del loro potere economico. Tale crescita costituisce un esito analogo a quello che, sul fronte *antitrust*, è conseguito all'affermazione del *consumer welfare standard*. Come, in quest'ultimo caso, l'enfasi sulla massimizzazione del benessere dei consumatori ha legittimato una riduzione nella struttura concorrenziale dei mercati e, quindi, una loro concentrazione; così, sul versante del diritto societario, la spinta alla massimizzazione dello *shareholder value* ha comportato l'emergere di imprese azionarie dotate di uno straordinario potere economico, ulteriormente favorito dall'affermarsi di una concezione del mercato che ha come proprietà fondamentale non più la tendenza verso un equilibrio ottimale, bensì il perseguimento di un benessere concepito come continua accumulazione¹³.

In un simile contesto, imprese azionarie con un grande potere hanno potuto permettersi di non considerare gli interessi degli altri *stakeholder* senza subire “contraccolpi”. Con la conseguenza che la semplificazione insita nella visione dello *shareholder value* ha finito per tradursi in una spinta capace di aumentare equilibri di mercato e disuguaglianze sociali¹⁴.

er value theory, secondo cui «there is one and only one social responsibility of business - to use its resources and engage in activities designed to increase its profits, so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud» [M. FRIEDMAN, *A Friedman doctrine- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, in *N.Y. Times*, September 13, 1970, Section SM, 17 ss.]. Sul punto v. anche L. ZINGALES, *Friedman's Principle, 50 Years Later*, in AA.VV., *Milton Friedman 50 Years Later*, a cura di L. ZINGALES, J. KASPERKEVIC, A. SCHECHTER, Chicago, Stigler Center, 2020, 1, reperibile in www.promarket.org, ove il richiamo a un più esplicito passaggio (in *Capitalism and Freedom*, Chicago, UOP, 1962) in cui Friedman contrappone chi partecipa a un mercato concorrenziale al monopolista, per attribuire al secondo una responsabilità sociale nell'esercizio del proprio potere.

¹² A.A. BERLE, G.C. MEANS, *The Modern Corporation & Private Property*, Piscataway NJ, Transaction, 1932, 308 (la citazione è dall'edizione rivista del 1968, pubblicata nel 2010).

¹³ La traiettoria storica di questo parallelo è messa in luce e analizzata da F. DENOZZA, in *Prima della tempesta. Equilibrio, mercato e potere privato in uno degli ultimi saggi di Tullio Ascarelli*, in questa *Rivista*, 2022, 43 ss., e nella relazione di apertura del Convegno per i dieci anni di questa *Rivista*, *Consumer welfare e shareholder value: due teorie “neoliberali” al tramonto?*, Sapienza Università di Roma, 14-15 aprile 2023, con l'ulteriore rilievo per il quale il problema del potere delle *corporation*, già al centro del lavoro di Berle e Means, nel contesto statunitense è stato “normalizzato”, anziché affrontato, dai successivi sviluppi del diritto societario e del diritto *antitrust*.

¹⁴ Sul fronte *antitrust*, v. L. KHAN, S. VAHEESAN, (nt. 3); sul fronte societario, per es., A. KOVVALI, L.E. STRINE jr, *The Win-Win That Wasn't: Managing to the Stock Market's Negative Effects on American Workers and Other Corporate Stakeholders*, in 1 *U. Chi. Bus. Law Rev.* (2022), 307 ss., e

4. *Potere della grande impresa azionaria ed equilibrio tra gli interessi.*

Nella prospettiva così delineata, l'aspetto più critico del paradigma incentrato sullo *shareholder value* emerge con sufficiente chiarezza. Il problema non sta nell'attribuire ai soci una speciale considerazione tra tutti gli *stakeholder* dell'impresa. Il problema sta, piuttosto, nell'imperativo alla massimizzazione dell'interesse dei soci che accompagna tale riconoscimento. Appaiono, infatti, unilaterali le *stakeholderist theory* che, per criticare gli eccessi della *shareholder primacy*, non riconoscono alcuna peculiarità alla posizione dei soci rispetto a quella degli altri *stakeholder* nell'impresa, disconoscendo del tutto la qualità di *residual claimants* dei primi¹⁵. Nel contempo, tuttavia, il riconoscimento dello speciale rilievo dei soci non ha come conseguenza necessaria l'imperativo alla massimizzazione dei loro interessi. Tale affermazione costituisce, di contro, un passo ulteriore, che implica l'assunzione dello *shareholder value* come criterio unico e totalizzante dell'azione imprenditoriale, eliminando la considerazione di ogni altra istanza.

Astrattamente, una simile spinta unidirezionale potrebbe trovare adeguata giustificazione nel presupposto che essa trovi un bilanciamento nell'ambiente "esterno", nel contrasto con le spinte e i contenimenti delle forze di mercato o delle previsioni imperative della legge. Ma se, come poc'anzi ricordato, la realtà storica dimostra il progressivo indebolimento di tali "contrappesi", la massimizzazione dell'interesse sociale appare in tutta la sua problematicità. Emerge, in tal modo, la questione cruciale sottesa a tutto il dibattito sul *corporate purpose*: come è possibile bilanciare il potere della grande impresa azionaria, così da ritrovare l'equilibrio tra gli interessi coinvolti dalla sua gestione?

5. *Le iniziative dell'Unione europea in materia di capitalismo sostenibile.*

Sul piano normativo, la soluzione più semplice è rappresentata dalla scelta operata in alcuni ordinamenti di integrare direttamente la considerazione di diver-

Z. GOSHEN, D. LEVIT, *Agents of Inequality: Common Ownership and The Decline Of The American Worker*, in 72 *Duke Law J.* (2022), 1 ss. Nell'ottica delineata, indicativo anche il caso analizzato da R. SHAPIRA, L. ZINGALES, *Is Pollution Value-Maximizing? The DuPont Case* (September 1, 2017). ECGI - Law Working Paper No. 723/2023, reperibile in www.ssrn.com, in cui ripetutamente emerge che le gravi esternalità generate dall'attività di impresa non sono state arginate adeguatamente dai vincoli legali e reputazionali soprattutto a causa della posizione di potere di quell'impresa.

¹⁵ Per alcune critiche in questo senso alla *team production theory* proposta da M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in 85 *Va. L. Rev.* 247 (1999), 247 ss., v. per es.: D.K. MILLON, *New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law*, in 86 *Va. L. Rev.* (2000), 1001 ss.; A.J. MEESE, *The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment*, in 43 *Wm. & Mary L. Rev.* (2002), 1629 ss.; G.W. DENT, *Academics in Wonderland: The Team Production and Director Primacy Models of Corporate Governance*, in 44 *Hous. L. Rev.* (2008), 1213 ss.

si interessi nei doveri di gestione degli amministratori [per esempio: *sec. 172(1) Companies Act 2006*; art. 1833(2) *Code civil*]. Alla luce della molteplicità dei fattori implicati e della complessità del loro componimento, tanto maggiori quanto più rilevanti sono le dimensioni e il potere dell'impresa, l'*enforcement* di un simile dovere può, tuttavia, oscillare troppo facilmente tra due estremi: un precetto generico, con la conseguenza di un aumento incontrollato della discrezionalità gestoria degli amministratori; o, all'opposto, una regola irrealisticamente esigente, con una conseguente impossibilità di applicazione¹⁶.

Di contro, dall'idea di equilibrio sottesa al paradigma dello *shareholder value* si può trarre spunto per altri metodi di soluzione. Come già ricordato, in tale paradigma il mantenimento di un equilibrio ottimale è, infatti, il risultato della composizione di spinte contrastanti, in cui nessuna prevale sulle altre. Se, di contro, le dinamiche di mercato e i vincoli della legge si rivelano un argine insufficiente a contenere l'esercizio del potere privato dei *manager* delle grandi imprese, si tratta allora di ricercare altri e più efficaci "contrappesi".

In questa prospettiva, le recenti iniziative legislative dell'Unione europea in materia di capitalismo sostenibile possono essere lette come espressione di due diverse strade per trovare tali "contrappesi". Entrambe mirano a incrementare la considerazione dei fattori sociali e ambientali nella gestione delle imprese. A tal fine, tuttavia, cambiano gli strumenti: in un caso, si fa leva sulla comunicazione al pubblico delle condotte delle imprese attraverso regole di trasparenza; nell'altro, si sposta il *focus* sull'organizzazione dell'impresa, disciplinando i processi organizzativi che presiedono all'esercizio dell'azione imprenditoriale.

5.1. *Le regole di trasparenza.*

Introdotta con la direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive) e successivamente consolidata con la direttiva (UE) 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive: CSRD), la strategia di *disclosure* si affida alla trasparenza delle scelte organizzative e strategiche dell'impresa. Non prescrive,

¹⁶ In questo senso, alla luce dell'interpretazione data al *Companies Act* in alcuni recenti casi giurisprudenziali, L.L. LAN, W. WAN, *ESG and Director's Duties: Defining and Advancing the Interests of the Company* (October 2023). ECGI - Law Working Paper No. 737/2023, reperibile in www.ssrn.com.; similmente, in riferimento alle modifiche al Code Civil francese, H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law* (January 2021). ECGI - Law Working Paper No. 561/2021, 10 ss., reperibile in www.ssrn.com; in una prospettiva più in generale, P. CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l'intégration de l'intérêt social et de la responsabilité sociale d'entreprise: constat ou révolution?*, in questa *Rivista*, 2019, 497 ss. In merito alle difficoltà di conciliare anche soltanto tra loro le istanze ambientali e sociali, alla luce delle loro possibili incompatibilità, v. per es. C. CABOLIS, M. LAVANCHY, K. SCHMEDDERS, *The Fundamental Problem with ESG? Conflicting Letters*, in *57 Journal of Financial Transformation* (2023), reperibile in www.ssrn.com.

dunque, doveri di comportamento in tema di sostenibilità, ma richiede alle imprese di rendere noti i comportamenti adottati¹⁷.

Nell'ottica di un graduale approccio al problema, tale impostazione risulta funzionale all'esigenza di lasciare spazio alla progressiva maturazione di orientamenti condivisi, in una fase di transizione come quella attuale¹⁸. Nel contempo, appare in grado di creare una "contropinta" all'azione imprenditoriale verso una maggiore considerazione delle istanze di sostenibilità, facendo direttamente appello alla "pressione" del mercato e, più estesamente, dell'opinione pubblica, secondo dinamiche comparabili con la responsabilità politica che inerisce all'esercizio del potere pubblico. Da quest'angolo visuale, una simile strategia normativa può essere considerata una naturale conseguenza proprio della crescita di potere delle grandi imprese azionarie. Nella misura in cui la loro attività giunga ad avere un impatto sociale o ambientale comparabile con quello delle istituzioni politiche, anche le modalità di controllo diventano analoghe. Volendo usare un'immagine e un buon grado di semplificazione, in questa logica, gli azionisti investitori operano come i cittadini elettori, i grandi gestori internazionali del risparmio come i partiti politici e i consigli di amministrazione come i governi.

Il ricorso a una strategia di trasparenza si espone alle criticità che tipicamente si accompagnano alla scelta di potenziare la diffusione delle informazioni e il ruolo dell'opinione pubblica. Sotto il primo profilo, la necessità di favorire la comparabilità delle scelte di gestione operate dalle singole imprese impone un certo grado di standardizzazione nelle comunicazioni al mercato, con la conseguente possibilità di una diminuzione nella loro capacità informativa¹⁹. Per altro verso, la rilevanza attribuita all'opinione pubblica espone a un duplice rischio: che l'informazione sia manipolata, come accade, per esempio, nel fenomeno del *greenwashing*²⁰; e, soprattutto, che i processi decisionali dell'impresa prendano il posto

¹⁷ Per una complessiva disamina della disciplina, A. GENOVESE, *L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *Contr. impr.*, 2023, 109 ss.

¹⁸ Fa ricorso allo stesso tipo di strategia l'iniziale proposta avanzata nel 2022 dalla Securities and Exchange Commission in materia di *Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures* (reperibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>), la quale è oggetto di un acceso dibattito tra gli studiosi statunitensi: cfr. J. FISCH *et al.*, *Comment Letter of Securities Law Scholars on the SEC's Authority to Pursue Climate-Related Disclosure* (June 2022), e L.A. CUNNINGHAM *et al.*, *The SEC's Misguided Climate Disclosure Rule Proposal* (October 2022), reperibili in www.ssrn.com.

¹⁹ Si tratta di una dinamica messa in evidenza, per le metriche economiche e sociali, dalla c.d. "Goodhart's Law": «when a measure becomes a target, it ceases to be a good measure», secondo la versione più ripetuta in letteratura, e attribuita a M. STRATHERN, *'Improving ratings': audit in the British University system*, in 5 *European Review* (1997), 308.

²⁰ Sul punto, per esempio, G. HELLERINGER, *EU vs Greenwashing: The Birth Pangs of Transparency, Comparability, Cooperation and Leadership*, Oxford Business Law Blog, 5 July 2021, e J. ARMOUR, L. ENRIQUES, T. WETZER, *Corporate Carbon Reduction Pledges: Beyond Greenwashing*,

dei processi decisionali della politica, come dimostrato dal fenomeno del *woke capitalism*, nel quale le grandi imprese finiscono per porsi in concorrenza con i poteri pubblici nella tutela o nella promozione di determinati interessi²¹. Né mancano, di recente, legittimazioni esplicite di una simile possibilità: nelle parole dell'amministratore delegato del più importante *asset manager* globale, «unnerved by fundamental economic changes and the failure of government to provide lasting solutions, society is increasingly looking to companies, both public and private, to address pressing social and economic issues»²².

5.2. La disciplina degli assetti organizzativi.

Andando oltre i presidi di trasparenza, il secondo approccio interviene direttamente sulla *governance* e sulla gestione dei rischi delle società. Questa strategia normativa, tuttavia, non si concentra anzitutto sulle finalità dell'azione imprenditoriale, bensì sulle sue modalità di formazione, introducendo principalmente regole di organizzazione.

Tale dimensione già si affaccia, a ben vedere, anche all'interno della disciplina di *sustainability reporting*: questa, infatti, presuppone che le imprese si organizzino per raccogliere le informazioni da pubblicare e, perciò, implicitamente impone l'adozione di procedure interne, idonee ad assolvere agli obblighi informativi previsti (come ora esplicita il secondo comma dell'art. 19-bis, par. 2, direttiva *Accounting*, secondo la modifica apportata dalla CSRD). Ma nel modello adottato dalla proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* (CSDDD), tale prospettiva di intervento viene generalizzata. La proposta ambisce, infatti, a introdurre l'obbligo di integrare nei processi interni e nei sistemi di *risk management* misure idonee a individuare, prevenire e mitigare i potenziali impatti avversi sull'ambiente e sui diritti umani, generati non solo dalla singola impresa, ma an-

Oxford Business Law Blog, 2 July 2021, reperibili in <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb>; a livello istituzionale, v. i *report* recentemente presentati dalle European Supervisory Authorities (EBA, ESMA ed EIOPA), reperibili all'indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-put-forward-common-understanding-greenwashing-and-warn-risks>.

²¹ N. FOSS, P. KLEIN, *Strategy Under Woke Capitalism* (March 24, 2023), reperibile in www.ssrn.com; per un'articolata critica del fenomeno, C. RHODES, *Woke Capitalism: How Corporate Morality is Sabotaging Democracy*, Bristol, Bristol University Press, 2021. Il punto era già stato intuito da A.A. BERLE, G.C. MEANS, (nt. 12), 313: «the rise of the modern corporation has brought a concentration of economic power which can compete on equal terms with the modern state. [T]he future may see the economic organism, now typified by the corporation, not only on an equal plane with the state, but possibly even superseding it as the dominant form of social organization».

²² Così L. FINK, *Purpose & Profit*, 2019 Letter to CEOs, reperibile in www.blackrock.com. Sul punto, nella nostra letteratura, G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.; M. MAUGERI, F. DENOZZA, in *Lo statement della Business Roundtable. Un dialogo a più voci*, a cura di A. PERRONE, in questa *Rivista*, 2019, 591, 593, 598.

che dalle imprese del gruppo e delle imprese *partner* nella catena del valore²³. In tal modo, il dovere per gli amministratori di prendere in considerazione le istanze di sostenibilità nelle loro decisioni – al di là di una sua esplicita formulazione, oggetto di contrasto nel percorso legislativo²⁴ – assume concretezza principalmente come regola di organizzazione, imponendo di dotare la società di strutture dedicate all'individuazione e alla gestione delle esternalità negative generate dall'attività dell'impresa, così da internalizzarne le conseguenze.

Una simile impostazione può presentare dei vantaggi innanzitutto sul piano dell'*enforcement*. Secondo un modello già collaudato in altri ambiti di disciplina²⁵, la “procedimentalizzazione” dei criteri di decisione consente di spostare la

²³ La proposta di direttiva è stata presentata dalla Commissione europea il 23 febbraio 2022 [European Commission, *Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937*, COM 2022 71 final, reperibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>]. Successivamente altre versioni sono state adottate, come “negotiating text”, dal Consiglio dell'Unione europea, il 30 novembre 2022 (reperibile al seguente indirizzo: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15024-2022-REV-1/en/pdf>), e dal Parlamento europeo, il 1° giugno 2023 (reperibile al seguente indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2023-0209_EN.pdf). Il 14 dicembre 2023 il Parlamento e il Consiglio hanno raggiunto un *provisional deal* destinato a essere recepito da un atto formale di entrambe le istituzioni: sul punto, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2023/12/14/corporate-sustainability-due-diligence-council-and-parliament-strike-deal-to-protect-environment-and-human-rights/>. Sul processo che ha portato alla pubblicazione della proposta, e in particolare riferimento all'influsso della legislazione francese del 2017 sul dovere di vigilanza delle società, A. PIETRANCOSTA, *Codification in Company Law of General CSR Requirements: Pioneering Recent French Reforms and EU Perspectives* (July 2022), ECGI - Law Working Paper No. 639/2022, 4-15, reperibile in www.ssrn.com; similmente, e in particolare riferimento alla legge tedesca sugli obblighi di *due diligence* nelle catene di fornitura (su cui A. GUERCINI, *La legge tedesca sugli obblighi di due diligence nella supply chain* (“*Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz - LkSG*”), *Riv. dir. soc.*, 2022, II, 400 ss.), K.J. HOPT, (nt. 1), 19 ss.

²⁴ Nella proposta originaria della Commissione, l'art. 25 prevede espressamente un «directors' duty of care» che richiede di tenere conto delle conseguenze delle loro decisioni sulle questioni di sostenibilità (e che peraltro non è testualmente circoscritto al rispetto delle precedenti prescrizioni sulle procedure di *due diligence*). Nella versione adottata dal Consiglio, questa previsione è stata espunta («Due to the strong concerns expressed by Member States that considered Article 25 to be an inappropriate interference with national provisions regarding directors' duty of care, and potentially undermining directors' duty to act in the best interest of the company»). Nella versione approvata dal Parlamento europeo l'art. 25 risulta invece mantenuto. Il *provisional agreement* tra Parlamento e Consiglio ha, infine, eliminato la previsione: sul punto, <https://www.dlapiper.com/en-co/insights/publications/2023/12/landmark-human-rights-due-diligence-legislation-agreed-in-eu>

²⁵ Si pensi, in particolare, alla disciplina dettata per l'approvazione delle operazioni con parti correlate delle società quotate (art. 2391-*bis* c.c. e regolamento CONSOB del 12 marzo 2010) o alla consolidata procedimentalizzazione della verifica di adeguatezza nella prestazione dei servizi di investimento (v. ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, 2023, reperibili al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu>). Sul punto, sia consentito rinviare a D.

verifica sul loro rispetto dal merito delle scelte di gestione agli assetti organizzativi che le producono. In tal modo, da un lato la tutela degli *stakeholder* viene potenziata: come accade nella proposta di CSDDD, il controllo sugli assetti organizzativi può operare in via preventiva mediante forme di *enforcement* pubblico e privato ed è più semplice da realizzare rispetto a una verifica sull'adeguatezza delle scelte imprenditoriali nei confronti dei diversi *stakeholder*. Per altro verso, quanto più le decisioni dei *manager* sono fondate su adeguate procedure di *due diligence*, tanto più si riduce la possibilità di un sindacato giudiziale *a posteriori* sul rispetto delle istanze sociali e ambientali, così da rimanere salva la discrezionalità dei *manager* nel fissare l'equilibrio più adeguato tra i diversi interessi in gioco. Il giudizio sull'equilibrio così raggiunto e sulla qualità delle *policy* adottate così rimane affidato alle sole valutazioni del mercato. Se i processi interni funzionano in modo corretto e, quindi, le esternalità sono adeguatamente internalizzate, le dinamiche di mercato possono ritornare ad assolvere alla loro fondamentale funzione di “contrappeso” alle scelte dei *manager*²⁶. Da questa prospettiva, il ricorso a regole di organizzazione e la strategia fondata sulla trasparenza risultano potenzialmente complementari.

Non mancano, naturalmente, alcuni possibili svantaggi²⁷. Soprattutto se eccessivamente standardizzati, gli assetti organizzativi possono appesantire l'organizzazione dell'impresa, richiedendo strutture non sempre necessarie o che, in ogni caso, non comportano valore aggiunto. A tali “*sunk cost*” possono, poi, sommarsi costi opportunità: un'enfasi formalistica o sproporzionata sulla necessità di conformarsi a regole organizzative può comportare un irrigidimento dell'attività imprenditoriale, limitando l'innovazione e la capacità di adattamento delle imprese al mutare delle condizioni esterne. Né va trascurata la difficoltà di calibrare in modo proporzionato gli assetti organizzativi, in modo da considerare tutti gli interessi coinvolti dall'attività. Un tale esercizio presenta, tuttavia, un rilevante aspetto positivo: predisporre un assetto organizzativo che tenga conto di tutti gli *stakeholder* aiuta ad ancorare l'impresa all'attività economica reale, in tal modo contrastando il possibile

SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in ODCC, 2016, 139 ss., 176-181.

²⁶ Anche nel contesto statunitense si è posta l'attenzione sul ruolo che gli assetti organizzativi possono svolgere nell'ottica della responsabilità sociale di impresa: v. per es. L.E. STRINE jr, K.M. SMITH, R.S. STEEL, *Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy*, in 106 *Iowa L. Rev.* (2021), 1885 ss., e R. SHAPIRA, *Mission Critical ESG and the Scope of Director Oversight Duties*, in *Colum. Bus. L. Rev.* (2022), 732 ss. Nella dottrina italiana, P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e “assetti adeguati” dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, I, 993 ss.

²⁷ Per un recente resoconto delle opinioni espresse sulla proposta di direttiva, prevalentemente in senso critico, v. M. STELLA RICHTER jr, M.L. PASSADOR, *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious* (December 3, 2022). Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4293912, reperibile in www.ssrn.com.

portato di una concezione esasperata dello *shareholder value* che riduce l'attività di impresa a poco più di un pretesto per raggiungere il profitto²⁸.

La considerazione dei costi implicati da un approccio fondato su regole di organizzazione illumina, altresì, un'ulteriore caratteristica del modello. I costi derivanti dalla *compliance* con le regole di organizzazione sono tanto maggiori quanto più vari e diffusi sono gli interessi coinvolti dall'attività di impresa e quanto più è difficile trovare un adeguato equilibrio tra di loro. Così, per esempio, gli assetti organizzativi di una *Big Tech* o di una multinazionale petrolifera comportano costi molto più elevati di quelli che deve sostenere un'impresa di più piccole dimensioni operante nel medesimo settore merceologico. In questa prospettiva, qualora le esternalità (nel linguaggio della proposta di direttiva, gli impatti avversi) sull'ambiente e sui diritti umani di un'impresa siano troppo estese e complesse per riuscire a far fronte ai costi richiesti dalla *compliance* con le regole di organizzazione, la strategia normativa in esame si risolve in un vincolo strutturale che limita dall'interno la crescita di un'attività non attrezzata a internalizzare le esternalità prodotte²⁹.

Sotto questo profilo, le regole organizzative assumono i tratti di una sorta di tassa pigouviana per le imprese del XXI secolo: un meccanismo di internalizzazione delle esternalità che utilizza i costi di *compliance* come strumenti per prevenire comportamenti non efficienti delle imprese. Ferma la necessità di non svantaggiare le imprese soggette a tali regole nello scenario globale e favorire, così, le imprese meno sostenibili, la presenza di elevati costi di *compliance* non è, quindi, di per sé, un limite del provvedimento. Si tratta, piuttosto, di un'implicazione con una possibile valenza strategica, che pone il problema di una corretta calibrazione, al fine di evitare effetti controproducenti.

6. *Il potere della grande impresa azionaria nell'orizzonte del diritto societario.*

Una più compiuta valutazione nel merito delle recenti iniziative dell'Unione europea eccede i limiti di questo intervento. Il quadro delineato lascia, tuttavia, emergere un'indicazione che è importante mettere in luce: il problema del potere

²⁸ Pur da prospettive diverse, sottolineano il problema dell'inversione del rapporto tra impresa e capitale finanziario, in particolare rispetto alla tutela degli *stakeholder*, R. SACCHI, in *Lo statement della Business Roundtable. Un dialogo a più voci*, (nt. 22), 592, e P. KOSLOWSKI, *The Limits of Shareholder Value*, in *27 Journal of Business Ethics* (2000), 140 ss.

²⁹ Un punto di emersione esplicita di tale implicazione si ritrova nell'art. 7, par. 5, e nell'art. 8, par. 6, della proposta di CSDDD, là dove si prevede, come rimedio di ultima istanza, che l'impresa eviti di avviare un rapporto d'affari, oppure sospenda o ponga termine a un rapporto già in essere con un *business partner*, qualora non vi sia altro modo di prevenire o mitigare un impatto avverso sull'ambiente o sui diritti umani.

delle grandi imprese azionarie e della correzione delle loro esternalità non può più essere affidato al solo diritto regolatorio (in particolare: al diritto antitrust, il diritto dell'ambiente e, per certi aspetti, il diritto del lavoro), investendo, di contro, anche il diritto societario³⁰. La protezione degli interessi degli *stakeholder*, infatti, passa oggi non soltanto attraverso limiti esterni all'esercizio del potere, ma anche dalla conformazione della struttura interna della grande impresa azionaria³¹. In termini rovesciati, il diritto societario non può più essere pensato e applicato assumendo un modello di impresa "senza potere" e in cui le esternalità sono occasionali. La realtà delle grandi imprese azionarie è assai lontana da tale modello di impresa, con la conseguenza che anche il diritto societario è chiamato a prenderne atto.

Per spiegare un simile cambio di paradigma, può essere utile ricordare che, nel confronto con il diritto regolatorio, ricorrere al diritto societario e, quindi, conformare l'agire degli amministratori sulla base degli interessi degli *stakeholder* comporta un duplice vantaggio. Come dimostrato dalle teorie sulla funzione espressiva del diritto, la definizione di un obiettivo normativo incide significativamente sul comportamento effettivo degli amministratori³². Per altro verso, internalizzare le esternalità attraverso gli assetti organizzativi consente di contrastare i fenomeni di arbitraggio regolamentare, particolarmente praticabili in un contesto globalizzato, con i quali le imprese azionarie di maggiori dimensioni possono provare a sottrarsi alle norme di diritto regolatorio (per es., di diritto del lavoro o diritto dell'ambiente) che ne dovrebbero vincolare la condotta.

L'acceso dibattito che la proposta di CSDDD ha sollevato dimostra, con evidenza, che il tema si pone al crocevia delle grandi scelte economiche del nostro secolo. Il tempo aiuterà a comprendere quale tra le impostazioni oggi in discussione sia quella giusta.

³⁰ Il punto è negato da G. FERRARINI, *Corporate Sustainability Due Diligence and the Shifting Balance between Soft Law and Hard Law in the EU* (Oxford Business Law Blog, 22 April 2022), reperibile in <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb>, per il quale la proposta di CSDDD «mainly belongs to the field of public regulation and aims to make companies internalize the negative externalities that they cause to the environment and society». L'intervento della proposta di CSDDD sugli assetti organizzativi dell'impresa e, quindi, in un ambito tradizionalmente affidato al diritto societario, pare suggerire, tuttavia, una conclusione contraria, ferma la presa d'atto dell'integrazione tra diritto societario e diritto regolatorio che caratterizza in modo crescente il diritto dell'economia (sul punto sia consentito il rinvio ad A. PERRONE, *Corporate Governance of Banks. Main Trends and Implications for Corporate Law*, in *European Company Case Law*, 2023, 237 ss.

³¹ Per una discussione su alcune possibili modalità di attuazione, F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in questa *Rivista*, 2022, 37 ss.

³² J.H. BINDER, *Leading Wherever They Want? CSR, ESG and Directors' Duties* (June 26, 2023). LSE Legal Studies Working Paper No. 20/2023, 12, reperibile in www.ssrn.com; in generale, C.R. SUNSTEIN, *On the Expressive Function of Law*, in 144 *U. Pa. L. Rev.* (1996), 2021 ss.; R. COOTER, *Expressive Law and Economics*, in 27 *J. Leg. Stud.* (1998), 585 ss.; R.H. MCADAMS, *The Expressive Power of Adjudication*, in *U. Ill. L. Rev.* (2005), 1043 ss.; più specificamente, J.C. LIPSON, *The Expressive Functions of Directors' Duties to Creditors*, in 12 *Stan. J.L. Bus. & Fin.* (2007), 224 ss.

I fondi non salveranno il mondo, lasciano che a farlo siano i loro clienti

Funds will not save the world, they will let their clients do it

Roberto Sacchi *

ABSTRACT:

Il problema di diritto costituzionale posto dall'assegnazione ai fondi di obiettivi *ESG*, costituito dall'attribuzione di scelte politiche a soggetti privi di legittimazione democratica, non è risolto dal *pass through voting*, dato che l'incidenza delle indicazioni dei clienti ai gestori del fondo dipende dall'entità dell'investimento e quindi non è uguale per tutti. A questo si aggiunge il disincentivo dei gestori del fondo ad assumere i costi della produzione di informazioni da fornire ai clienti nei sondaggi.

The constitutional law problem posed by assigning ESG objectives to funds, i.e., the attribution of policy choices to entities lacking democratic legitimacy, is not solved by pass through voting, since the incidence of client input to fund managers depends on the size of the investment and thus is not equal for all. In addition to this, on a different level, there is the disincentive of fund managers to undertake the costs of producing information to be provided to clients in polls.

Il dibattito sulle conseguenze della presenza – preponderante negli Stati Uniti, crescente in Europa – degli investitori istituzionali nell'azionariato delle società quotate riguarda anche il loro ruolo rispetto agli obiettivi *ESG*. Qui non mi soffermo sulla declinazione di questo dibattito in relazione alle differenti tipologie di fondi, né mi soffermo sui problemi posti dalla tesi favorevole all'attribuzione ai gestori dei fondi di un ruolo nella tutela di questo genere di obiettivi.

A quest'ultimo riguardo si ripropongono gli stessi (noti) problemi che sorgono se si assegna questo compito ai *managers*, qualificando la protezione degli inte-

* Professore ordinario fuori ruolo di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; e-mail: roberto.sacchi@essebienne.it.

ressi degli *stakeholders* come fine (o come uno dei fini) dell'azione dell'impresa (cioè, dei *managers*). Questo – tenendo conto che gli interessi dei vari *stakeholders* diversi dai soci possono essere in conflitto fra loro (oltre che con gli interessi dei soci) – implica l'attribuzione a coloro (siano essi i *managers* delle imprese o i gestori dei fondi) che siano chiamati a perseguire obiettivi ESG la mediazione fra gli interessi in conflitto delle varie categorie di *stakeholders*, interessi in sé tutti meritevoli di protezione giuridica.

Ciò comporta due rischi speculari:

(i) quello della sostanziale irresponsabilità dei *managers*/dei gestori dei fondi (secondo che la protezione degli *stakeholders* venga affidata ai primi o ai secondi), dato che non è chiaro come – e sulla base di quali parametri, in assenza di una gerarchia di interessi stabiliti dalla legge – i giudici possano sindacare a posteriori le decisioni in sede di mediazione fra gli interessi dei vari *stakeholders* e fra gli interessi di costoro e quelli degli azionisti;

(ii) in alternativa (nei Paesi, come l'Italia, ove i giudici hanno un approccio culturale che, al di là di un omaggio formale alla libertà d'impresa e alla *Business Judgment Rule*, spesso conduce a un penetrante sindacato sulle scelte gestionali), quello, opposto, di lasciare alla discrezionalità di un giudice la decisione sulla composizione dei diversi interessi, con l'effetto di consentire una eccessiva ingerenza giudiziaria nella soluzione dei conflitti fra gli *stakeholders* e di quelli fra gli *stakeholders* e i soci.

Questi sono discorsi noti, come note sono le perplessità sulla sincerità di alcune prese di posizione, quali lo *Statement* della *Business Roundtable*. Merita invece di essere segnalata una recente evoluzione: mentre in passato è stata sostenuta l'opportunità di introdurre veri e propri doveri fiduciari degli investitori istituzionali in relazione al rischio ambientale e sociale, in quanto rischio "sistemico" di portafoglio, ora invece pare preferirsi la disintermediazione del voto dei fondi.

Se si vuole dare un senso concreto a questo meccanismo, gli investitori istituzionali per attuarlo dovrebbero compiere sondaggi fra i propri investitori sui temi da votare nell'assemblea delle società partecipate e attenersi alle indicazioni ricevute con questi sondaggi, esercitando il voto in modo divergente, così da riproporre proporzionalmente l'esito dei sondaggi.

A questo *revirement* probabilmente non è estranea la modifica dell'atteggiamento dei gestori dei fondi, il cui interesse rispetto alla tutela degli *stakeholders*, manifestato in passato (si veda la lettera del 2020 di Larry Fink, CEO di BlackRock), parrebbe essere diminuito (si veda la lettera del 2023 dello stesso Fink), forse anche a seguito della reazione non esattamente benevola di vari politici conservatori statunitensi all'entusiasmo dei fondi per i profili ESG.

In ogni modo, indipendentemente dalle ragioni di questo cambiamento di posizione, anzitutto va rilevato che il *pass-through voting* non risolve il problema di diritto costituzionale posto dall'assegnazione ai fondi (o all'impresa) del compito

di proteggere gli *stakeholders*. In proposito si è rilevato che, se politica (intesa in senso alto) significa mediazione fra esigenze in conflitto – tutte in sé meritevoli di protezione giuridica – presenti nella società civile, la decisione sull’equilibrio da raggiungere fra gli interessi dei vari *stakeholders* costituisce una decisione tipicamente politica. Nei Paesi di democrazia rappresentativa, come il nostro, essa va quindi affidata (salvo il vaglio di costituzionalità quando la legge in cui la decisione si è tradotta possa incidere su valori costituzionali) a soggetti dotati di legittimazione politica – diretta o indiretta – e non a gestori di fondi (o a *managers*). La consapevolezza della crisi di credibilità della classe politica (non solo in Italia, ma anche negli altri principali Paesi di democrazia rappresentativa) non può autorizzare a offrire il supporto sul piano teorico per l’attribuzione di scelte politiche a gestori di fondi (o a *managers*) privi di legittimazione democratica.

A questo riguardo rimane ancora attuale il monito di Milton Friedman, il quale nel 1970 ha messo in guardia dal rischio, derivante dal riconoscimento della *Corporate Social Responsibility*, di conferire ai *managers* (ma il suo discorso pare oggi estensibile ai gestori dei fondi) un ruolo politico al di fuori di qualsiasi contesto democratico.

La disintermediazione del voto risponde solo apparentemente a questa obiezione. È vero che con essa la decisione è affidata non più ai gestori dei fondi, ma ai clienti, dato che, in questa prospettiva, l’esito dei sondaggi dovrebbe essere riprodotto proporzionalmente nel voto divergente espresso dai gestori dei fondi nell’assemblea delle società partecipate. Il problema, come detto, non viene però superato perché: (x) (nonostante la diffusione dell’investimento, diretto o indiretto, nei fondi) vi sono soggetti, quanto meno nelle fasce sociali al limite della sussistenza, che non hanno investito (verosimilmente, non hanno avuto la possibilità di investire) in fondi; (y) inoltre questo meccanismo di sostituzione della democrazia politica che in tal modo si verrebbe a introdurre sconta il limite che l’incidenza delle indicazioni dei clienti ai fondi in ordine al voto dei gestori nell’assemblea delle società partecipate non è uguale per tutti i clienti, ma dipende dall’entità dell’investimento compiuto dal cliente nel fondo, destinato a essere riprodotto proporzionalmente (in base a questo meccanismo) nel voto divergente espresso dal gestore del fondo nell’assemblea delle società partecipate.

Vi è poi un ulteriore genere di rilievi, che si pone a un livello diverso; ove si intenda procedere al *pass-through voting*:

– o nei sondaggi ci si limita a chiedere l’indicazione degli investitori nei fondi senza fornire loro informazioni, e allora si corre il rischio dell’apatia razionale, per evitare il quale è stato sviluppato il modello dell’investimento azionario per il tramite degli investitori istituzionali, anziché diretto;

– oppure vi è il forte rischio che i fondi (o almeno molti fra essi, ossia quelli che non hanno un approccio attivista) siano disincentivati dall’assumere i costi legati alla produzione delle informazioni da fornire ai propri clienti, per le stesse

(note) ragioni per le quali essi sono disincentivati dall'esercitare un attivo monitoraggio sugli amministratori mediante l'uso del voto e degli altri diritti sociali, il che ha indotto (negli Stati Uniti, ma non solo) ad accettare, come rimedio alla passività degli investitori istituzionali, la prassi della presentazione da parte del c.d.a. uscente della lista dei nuovi amministratori da eleggere, nonostante i rischi che essa comporta (anche, ma non solo, sotto il profilo della autopetruazione dei *managers*); si badi che qui il disincentivo dei gestori dei fondi è presumibilmente ancora maggiore, dato che i costi che i gestori dovrebbero sostenere per produrre le informazioni da fornire ai clienti in vista delle risposte ai sondaggi sul voto da esprimere nell'assemblea delle società partecipate sono, nella prospettiva ora in esame, finalizzati alla tutela di obiettivi (ESG) non finanziari.

In alternativa alle due opzioni ora esposte si potrebbe ipotizzare una soluzione con la quale i fondi siano vincolati dall'esito dei sondaggi e mantengano nell'esercizio del voto una discrezionalità attuando una *informed intermediation*. Una scelta di questo genere, tuttavia, a mio parere sommerebbe gli inconvenienti del *pass-through voting* a quelli che si verificano se il voto dei fondi è esercitato in modo del tutto scollegato da indicazioni dei propri clienti.

Credo quindi che il recente entusiasmo per la disintermediazione dei fondi sia inidoneo – così come era inidoneo (sul punto mi sono espresso in altra sede) il precedente entusiasmo per la costruzione di doveri fiduciari dei gestori dei fondi in relazione al rischio “sistemico” di portafoglio – a legittimare il ruolo pervasivo svolto dai fondi nelle società quotate, che negli Stati Uniti ha recentemente indotto a riprendere (inconsapevolmente) l'idea, espressa da Guido Rossi nel 1986 (ma con argomenti in parte ancora attuali), di mettere in discussione l'opportunità di lasciare il voto alle partecipazioni detenute da fondi.

Systematic stewardship, common ownership: i grandi gestori di patrimoni e “l’internalizzazione delle esternalità”

Systematic stewardship, common ownership: large asset managers and the ‘internalisation of externalities’

Paolo Giudici *

ABSTRACT:

Il tema della partecipazione nelle imprese da parte di fondi passivi amministrati da un ridotto gruppo di gestori di dimensione mondiale solleva interessantissime questioni che si pongono all’incrocio di tematiche apparentemente tanto diverse come la regolazione pubblica, la negoziazione coasiana, il governo societario, la gestione dei fondi di investimento, la concorrenza tra le imprese partecipate da quei fondi, il diritto antitrust. Il tema, in ultima analisi, investe il ruolo che i grandi investitori istituzionali stanno assumendo nella nostra società. Tuttavia, è ancora presto per comprendere se il tema possa condurre a indicazioni precise sul piano della politica del diritto. Quanto alla teoria della “*systematic stewardship*”, vi sono alcuni punti deboli nell’analisi che pongono in dubbio che effettivamente i grandi gestori di fondi possano diventare i nuovi regolatori (privati) del pianeta. Allo stesso modo, non è ancora sufficientemente chiaro se la presenza dei grandi gestori nel capitale di imprese tra loro concorrenti su un mercato (“*common ownership*”) possa avere effetti negativi sul piano antitrust e se debba quindi essere sottoposto a controlli. Il problema della “*common ownership*”, comunque, pare ancora lontano rispetto alla struttura dei mercati dell’Europa continentale e di quello italiano in particolare, dominati dalla presenza di imprese a proprietà concentrata.

Participation in the ownership of firms by passive funds managed by a small group of global asset managers raises very interesting issues at the crossroads of such seemingly disparate issues such as public regulation, Coasian bargaining, corporate governance, management of investment funds, competition between the companies in which those funds hold an interest, and antitrust law. The topic ultimately concerns the role that large institutional investors are assuming in our society. However, it is still too early to understand its

* Professore ordinario di diritto commerciale, Libera Università di Bolzano; e-mail: paolo.giudici@unibz.it.

policy implications. As for the theory of 'systematic stewardship', there are some weaknesses in the analysis that cast doubt on whether large fund managers can really become the new (private) regulators of planet Earth. Similarly, it is not yet sufficiently clear whether 'common ownership' can have negative antitrust effects and should therefore be subject to control. The problem of common ownership, however, still seems distant from the structure of the markets in continental Europe and the Italian market in particular, which are still dominated by the presence of companies with concentrated ownership.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Le esternalità negative. – 3. La concorrenza di prezzo vista come esternalità negativa. – 4. Diversificazione contro concentrazione negli investimenti. – 5. L'internalizzazione delle esternalità e la "systematic stewardship". – 6. I limiti della teoria della "systematic stewardship". – 7. Il riflesso antitrust: la teoria della "common ownership" come fattore di riduzione della concorrenza. – 8. Le ragioni dell'immediata fortuna della teoria. – 9. Le critiche alla teoria. – 10. La prospettiva italiana. – 11. Osservazioni conclusive.

1. Premessa.

Il successo dei fondi passivi e indicizzati e di alcuni dei loro gestori, quali Vanguard, BlackRock, State Street ("The Big 3") ma anche Fidelity e altri, ha fatto sì che tali gestori si trovino ad essere, tramite i fondi da essi gestiti, i principali azionisti di molte società quotate del pianeta. Questa compresenza ha suscitato l'interesse di due linee parallele di ricerca. La prima cerca di spiegare il recente crescente interesse degli investitori istituzionali (BlackRock per primo) per i temi ESG ("Environmental, Social, and Governance"). Essa ipotizza che quei gestori, incentivati a perseguire il massimo valore del proprio portafoglio diversificato, abbiano ormai forti incentivi a preoccuparsi dei rischi ambientali, ecologici e più in generale al tema della sostenibilità, in quanto si tratta di rischi non diversificabili su cui possono incidere attraverso politiche di intervento attivo nella gestione delle società che compongono il portafoglio dei fondi partecipati (c.d. "systematic stewardship"). La seconda linea di ricerca, diventata di gran moda negli ultimi anni, cerca di individuare effetti negativi a livello concorrenziale sui mercati in cui operano le imprese partecipate dai grandi gestori, ipotizzando che la loro compresenza nel capitale sociale di imprese concorrenti (chiamata, in questo contesto scientifico, "common ownership") possa indurre un'attenuazione della concorrenza tra queste ultime.

Nel presente lavoro espongo la relazione tra i due temi e li discuto, presentando la principale letteratura che li ha studiati e le aree critiche che rendono ancora deboli le indicazioni di politica del diritto che ne costituiscono corollario. Il mio approccio è giuseconomico e interdisciplinare, in quanto mette insieme teoria del-

la regolazione, teoria del portafoglio, finanza, governo societario e antitrust. La mia conclusione è che sia la teoria della “*systematic stewardship*” sia quella della “*common ownership*” hanno dei significativi punti deboli. Criticare, però, è più facile che costruire: le idee da cui esse nascono sono certamente brillanti e meritano approfondimenti. Passo dunque, qui di seguito, alla mia analisi.

2. *Le esternalità negative.*

La teoria economica insegna che esistono delle situazioni di c.d. “fallimento del mercato”, cioè delle situazioni in cui la negoziazione tra le parti operanti in un libero mercato non riesce a conseguire un’allocazione ottimale delle risorse. Le esternalità negative possono determinare una di tali situazioni. Vi sono circostanze in cui l’impatto delle esternalità negative può essere ridotto o eliminato tramite la negoziazione. Se un’impresa inquina l’acqua di un laghetto in riva al quale si trova un campeggio, l’impresa che gestisce il campeggio può negoziare con l’impresa inquinante per ottenere una riduzione dell’attività inquinante, oppure può acquistarne il controllo per decidere, come “proprietaria” delle due attività, qual è per lei l’ottimale quantità di attività inquinante e turistica. Siamo nello scenario reso celebre da Ronald Coase in *The Problem of Social Cost*¹.

Vi sono però situazioni in cui i costi di transazione sono insuperabili. L’impresa che con la propria attività industriale inquina l’atmosfera ne costituisce un esempio. Non esiste la possibilità pratica di una negoziazione tra tutte le persone che subiscono il danno prodotto dall’inquinamento dell’aria (potenzialmente, l’intero pianeta) e l’impresa in questione, per un evidente problema di azione collettiva: tutti gli abitanti di una determinata area, o nazione, o del pianeta, dovrebbero negoziare con l’impresa per raggiungere un accordo che ottimizzi i benefici della produzione e minimizzi i costi dell’inquinamento². In presenza di una situazione simile, deve intervenire l’ordinamento giuridico, sostituendosi alla negoziazione privata. L’inquinamento deve essere ridotto tramite una regolazione che tenti di trovare il punto di equilibrio tra benefici della produzione e costi dell’inquinamento, oppure tramite una tassa di Pigou, che imponga un costo sulla produzione e così la riduca, o ancora attribuendo un diritto al risarcimento dei

¹ R.H. COASE, *The Problem of Social Cost*, in 3 *J. L. & Econ.*, 1960, 1.

² Se la negoziazione fosse simultanea, si dovrebbero portare a uno stesso tavolo tutti i soggetti interessati, confrontandosi con le preferenze individuali di ciascuno di essi e quindi con il prezzo che ciascuno di essi può essere interessato a pagare. Se la negoziazione fosse sequenziale, l’ultimo potrebbe ricattare i precedenti soggetti interessati, rifiutandosi di chiudere la trattativa se non riceve un compenso (c.d. “*hold up problem*”): B. KLEIN, *The hold-up problem*, in *The New Palgrave Dictionary Of Economics And The Law*, dir. by P. NEWMAN, London, Macmillan Reference Limited, 1998.

danni ai soggetti danneggiati, mettendoli in condizione di agire collettivamente (tramite azioni di classe e simili).

3. La concorrenza di prezzo vista come esternalità negativa.

La teoria economica naturalmente non tratta le riduzioni di prezzo effettuate da un produttore come esternalità negative che impattano sull'attività di una molteplicità di operatori esterni, danneggiandola. La concorrenza di prezzo, infatti, è la prima forma attraverso cui gli effetti di un mercato competitivo si manifestano, conducendo a un'allocazione efficiente delle risorse. Le esternalità negative quali l'inquinamento conducono invece a un'allocazione inefficiente delle risorse (eccessiva produzione di inquinamento).

Chiedo qui però uno sforzo di astrazione al lettore. Vi sono infatti molte situazioni in cui la concorrenza di prezzo viene implicitamente trattata come se fosse un'esternalità negativa. Ciò perché, da un punto di vista astratto, sganciato da valutazioni di efficienza allocativa, può avere un impatto simile: il produttore che abbatta i prezzi "inquina" il mercato perché la sua decisione ha effetti rilevanti su tutti gli altri soggetti, riducendo i loro guadagni. Di conseguenza, anche nel campo della concorrenza si assiste a fenomeni che ricordano (in negativo ovviamente) i meccanismi di controllo delle esternalità negative: regolamentazione pubblica che nasconde interventi di riduzione della concorrenza³; tassazione statale mirata su produttori che abbattano i prezzi (si pensi ai produttori stranieri); tentativi di trasformare i danni subiti in conseguenza della riduzione dei prezzi in un danno giuridicamente risarcibile (uso distorto delle teorie sull'illiceità della vendita sottocosto e sui prezzi predatori)⁴.

Naturalmente anche nel campo della concorrenza di prezzo è possibile risolvere i problemi con accordi negoziali: cartelli tra produttori od operazioni di concentrazione. Gli ordinamenti giuridici, tuttavia, generalmente vietano questi accordi e tutte le intese anticoncorrenziali (art. 101 T.F.U.E.; art. 2 l. n. 287/1990).

Poste queste premesse relative alla teoria economica delle esternalità negative e alle politiche anticoncorrenziali che trattano i ribassi di prezzi come se fossero anch'essi una forma di esternalità negativa, veniamo alla relazione tra questo tema e la teoria economico-finanziaria.

³G.J. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in 2 *Bell J. Econ. Management Science*, 1971, 3.

⁴P. GIUDICI, *I prezzi predatori*, Milano, Giuffrè, 2000.

4. Diversificazione contro concentrazione negli investimenti.

Uno dei grandi insegnamenti della moderna teoria finanziaria riguarda i benefici della diversificazione degli investimenti. Per comprenderne le basi occorre focalizzare l'attenzione sulla relazione tra rischio e rendimento che sta alla base della teoria finanziaria. Maggiore è il rischio, maggiore è il rendimento atteso. In ogni investimento, tuttavia, esistono due componenti di rischio: il rischio specifico, direttamente connesso alle caratteristiche della società emittente; il rischio sistematico, ossia il rischio del mercato nel suo insieme, con tutte le sue oscillazioni. Quest'ultimo riflette i problemi che investono tutte o quasi tutte le imprese: l'impatto della pandemia, quello della guerra tra Federazione Russa e Ucraina, il cambiamento climatico. Mentre il primo rischio è annullabile tramite la diversificazione del portafoglio e quindi non è remunerato dal mercato in quanto eliminabile, il rischio sistematico non è eliminabile e quindi viene remunerato⁵.

La ricerca di adeguati strumenti di diversificazione del rischio ha portato alla nascita della moderna industria finanziaria degli organismi d'investimento collettivo e dell'asset management, in cui enormi patrimoni (siano essi fondi comuni d'investimento, fondi pensione o altro) sono gestiti da operatori specializzati che seguono la teoria del portafoglio. Gestori che perseguono la diversificazione sono tendenzialmente passivi rispetto alle vicende del singolo emittente i cui titoli compongono il paniere dei propri investimenti. Il fenomeno trova evidentemente la massima espressione nei casi in cui il gestore semplicemente replica, con i propri investimenti, l'intero mercato e i suoi indici (c.d. "index funds").

Naturalmente vi sono investitori che non sono perfettamente diversificati, perché in realtà confidano di guadagnare attuando politiche attive nell'ambito delle società nei cui titoli abbiano investito. Si pensi, per esempio, alle società di partecipazione attraverso in cui in Europa continentale e in Asia le famiglie o comunque singoli azionisti o piccole coalizioni controllano la maggioranza delle imprese. Questa differenza tra investitori riflette la differenza tra mercati in cui le principali imprese hanno proprietà diffusa e mercati in cui invece anche le principali imprese hanno proprietà concentrata⁶.

⁵ Si tratta di nozioni di base di finanza, sulle quali uno dei testi classici è Z. BODIE, A. KANE, A.J. MARCUS, *Investments*¹², New York, McGraw Hill, 2021, 193 ss.

⁶ L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in 21 *J. Econ. Perspectives*, 2007, 117; R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating The Comparative Taxonomy*, in 116 *Harvard L. Rev.*, 2006, 1641; L. COURTEAU, R. DI PIETRA, P. GIUDICI, A. MELIS, *The role and effect of controlling shareholders in corporate governance*, in *J. Management and Governance*, 2017, 21.

5. L'internalizzazione delle esternalità e la "systematic stewardship".

La teoria economica assume gli investitori non perfettamente diversificati siano generalmente unanimemente interessati alla massimizzazione del valore della loro partecipazione ("unanimity theorem")⁷. Gli investitori diversificati, per parte loro, sono invece massimamente interessati all'andamento del loro portafoglio di strumenti finanziari. Nel momento in cui il portafoglio fosse talmente ampio da replicare (o "possedere") l'intero mercato, o una porzione di esso sufficientemente grande, essi finirebbero per "internalizzare" tutte le esternalità⁸. Questo vuol dire, per esempio, che gli effetti dell'inquinamento si rifletterebbero sull'andamento delle imprese che compongono il portafoglio, con alcune imprese inquinanti e altre imprese danneggiate dall'inquinamento. In questa situazione, i costi e i benefici delle produzioni industriali inquinanti impatterebbero su tali investitori come se essi rappresentassero l'intera società civile. Essi avrebbero dunque interesse a intervenire per trovare un punto di equilibrio tale per cui a un certo livello di inquinamento il portafoglio abbia una crescita maggiore rispetto agli altri possibili livelli (siano essi maggiori o minori). Tale intervento si attuerebbe attraverso la partecipazione alle assemblee delle società partecipate e l'indirizzamento della gestione di queste verso il livello di inquinamento considerato ottimale. Tuttavia, la situazione non sarebbe proprio equivalente a quella dell'unico proprietario delle attività inquinanti e turistiche di cui all'esempio del paragrafo 0. In questo caso rimarrebbe infatti un problema di azione collettiva: questi investitori dovrebbero coordinarsi per concordare un'azione comune nei confronti delle imprese partecipate.

Oggi l'industria dell'*asset management* è caratterizzata dalla presenza di gestori (tra cui spiccano le c.d. "Big 3": BlackRock, Vanguard, State Street) così grandi e diversificati da essere ormai in posizione di "possedere l'intero mercato" e di risolvere i problemi di azione collettiva. Alla luce di questa osservazione, in letteratura si è avanzata la tesi che i più grandi gestori di fondi passivi (indicizzati o meno) siano ormai in una situazione prossima all'internalizzazione delle esternalità. Il movimento ESG sarebbe espressione di questa situazione. Le sfide globali lanciate dal cambiamento climatico, la perdita di biodiversità e in genere la sostenibilità delle attività umane sul pianeta avrebbero un impatto sistemico tale da non poter essere ignorate dai grandi gestori, influenzando il rischio sistematico dei loro portafogli diversificati. In altre parole, i grandi gestori sarebbero in grado oggi di influire su un fattore che precedentemente si pensava essere al di fuori del controllo di qualsiasi investitore, cioè proprio il rischio sistematico. L'influenza

⁷ O. HART, L. ZINGALES, *The new corporate governance*, in 1 *U. Chicago Bus. L. Rev.*, 2022, 1.

⁸ R.G. HANSEN, J.R. LOTT, *Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholder/consumers*, in 31 *J. Fin. Quantitative Analysis*, 1996.

evidentemente non è totale, ma può diventare significativa sui temi ESG: di qui la spinta verso quella che è stata definita “*systematic stewardship*”⁹.

Una volta che i grandi gestori internalizzano le esternalità negative e si comportano come se rappresentassero l'intera società, le loro scelte rifletterebbero quelle di un “*common owner*”, ossia di un soggetto divenuto proprietario sia delle attività inquinanti sia delle risorse danneggiate dall'inquinamento¹⁰. Un proprietario unico si comporta esattamente come dovrebbe comportarsi, almeno in teoria, un regolatore pubblico. I suoi incentivi sono allineati a quelli della società nel suo complesso. Se la produzione sul pianeta non è sostenibile, il proprietario del pianeta ha interesse a renderla tale.

La “*systematic stewardship*” non è l'unica teoria fornita in letteratura per spiegare l'esplosione dell'attenzione per i temi ESG. I grandi gestori devono catturare i patrimoni delle nuove generazioni, più interessate ai temi dell'ambiente rispetto ai loro padri e nonni¹¹. Comunque gli investitori privati con patrimoni maggiori mostrano una sempre maggiore attitudine a effettuare investimenti sostenibili, per cui vi sarebbe un cambiamento della società, più sensibile di un tempo verso i temi dell'ambiente e della sostenibilità, cui i gestori di patrimoni devono saper rispondere. Resta il fatto che la teoria è particolarmente suggestiva, perché sembra offrire una spiegazione economico-finanziaria forte a un fenomeno, la discesa in campo dei grandi gestori sui temi ESG, che non si riesce a spiegare bene soltanto focalizzandosi sugli investitori più giovani e i mutamenti della sensibilità sociale.

6. I limiti della teoria della “*systematic stewardship*”.

Un'analisi più dettagliata della teoria ne mostra, tuttavia, alcuni limiti, che la letteratura non ha mancato di evidenziare. Il primo è che le società quotate o con titoli comunque attivamente scambiati su mercati secondari, che sono quelle par-

⁹J.N. GORDON, *Systematic stewardship*, in 47 *J. Corp. L.*, 2021; J. C. COFFEE jr, *The future of disclosure: ESG, common ownership, and systematic risk*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2021, 602; L. ENRIQUES, A. ROMANO, *Rewiring corporate law for an interconnected world*, in 64 *Arizona L. Rev.*, 2022, 51.

¹⁰M. CONDON, *Externalities and the common owner*, in 95 *Washington L. Rev.*, 2020, 1. In un importante e recentissimo contributo, V. BATTOCLETTI, L. ENRIQUES, A. ROMANO, *Dual-Class Shares in the Age of Common Ownership*, in *J. Corp. L.*, 2023, 542, collegano in modo originale e interessante il tema della “*systematic stewardship*” con il crescente uso delle azioni a voto plurimo da parte delle società tecnologiche; secondo gli autori, questo crescente uso potrebbe essere spiegato proprio con l'esigenza, da parte dei *founders*, di limitare la possibilità per gli investitori istituzionali di influenzare la gestione dell'impresa in un'ottica di massimizzazione del proprio portafoglio anziché di massimizzazione del valore dell'impresa stessa.

¹¹M. BARZUA, Q. CURTIS, D.H. WEBBER, *Shareholder value (s): Index fund ESG activism and the new millennial corporate governance*, in 93 *Southern California L. Rev.*, 2019.

tecipate dagli investitori istituzionali, costituiscono solo una porzione delle società operanti in un ordinamento e, comunque, sul pianeta. La maggior parte delle imprese del pianeta non sono quotate e hanno proprietà concentrata; e i loro soci – come abbiamo osservato – sono generalmente propensi a massimizzare lo “*shareholder value*”. Del resto, vi sono anche molti investitori professionali che sono attivisti e quindi concentrati, con il loro investimento, in società che non rappresentano affatto una porzione significativa del mondo produttivo¹².

Il secondo limite della teoria è che i grandi gestori amministrano, in realtà, il patrimonio di organismi di investimento collettivo anche molto diversi tra loro, con diversi profili di rischio, caratteristiche, settori produttivi di riferimento, tecniche d’investimento (passive, indicizzate, attive)¹³. Il gestore sarebbe obbligato a esercitare il diritto di voto nella società cui il fondo da lui amministrato partecipa in modo coerente con gli interessi del fondo e del suo partecipante. La teoria della “*systematic stewardship*” assume dunque comportamenti uniformi da parte dei gestori che, invece, andrebbero empiricamente dimostrati, anche perché potrebbero essere contrari ai loro obblighi di diligenza nei confronti dei singoli fondi da essi gestiti. Se questi comportamenti esistessero effettivamente, la circostanza imporrebbe un più attento esercizio dei poteri di controllo ed eventualmente di revoca da parte dei consigli di amministrazione delle società di investimento americane, siano esse costituite nella forma di business trust o di corporation¹⁴. Secondo un’autorevole linea di pensiero, anzi, l’attivismo dei grandi gestori sui temi ESG svela un nuovo e grave problema di *agency* (nascosto dietro un fenomeno di “*cheap talk*”)¹⁵, rappresentato dal rapporto tra il gestore e il fondo, non sufficientemente controllato dai consigli delle “*investment companies*” e dai loro amministratori indipendenti¹⁶. In particolare, i trustee dei grandi fondi pensione americani non effettuerebbero in modo adeguato il controllo a causa delle interferenze politiche cui sono soggetti, che li spingerebbero ad assecondare la tutela di valori generici ma politicamente attraenti (la protezione dei valori ESG) a scapito della migliore gestione finanziaria del fondo¹⁷.

Esistono di conseguenza forti dubbi che in effetti la teoria della “*systematic stewardship*” sia valida e che i gestori di fondi comuni d’investimento e di fondi

¹²R. TALLARITA, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 *Vanderbilt L. Rev.*, 2023, 511.

¹³A. ROBERTSON, D.S. LUND, *Giant Asset Managers, the Big Three, and Index Investing*, disponibile su SSRN (2023); A.Z. ROBERTSON, *Passive in name only: Delegated management and index investing*, in *Yale J. on Regulation*, 2019, 36; R. TALLARITA, (nt. 12), 2023.

¹⁴A.M. LIPTON, *Family loyalty: Mutual fund voting and fiduciary obligation*, in 19 *Transactions: Tennessee J. Bus. L.*, 2017, 175.

¹⁵M.J.R. MACEY, *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, in 19 *Berkeley Bus. L. J.*, 2022, 258.

¹⁶P.G. MAHONEY, J.D. MAHONEY, *The new separation of ownership and control: Institutional investors and ESG*, in *Columbia Bus. L. Rev.*, 2021, 840.

¹⁷P.G. MAHONEY, J.D. MAHONEY, (nt. 16), 860 ss.

pensione possano esercitare (ed esercitino nei fatti) una funzione assimilabile a quella del regolatore pubblico¹⁸.

7. Il riflesso antitrust: la teoria della “common ownership” come fattore di riduzione della concorrenza.

I temi sin qui discussi hanno trovato un inaspettato riflesso in materia antitrust. Per impostare il tema basta tornare a quanto detto in precedenza circa la possibilità di considerare il ribasso di prezzi come un'esternalità negativa (non lo è, ma l'analogia serve a comprendere il tema oggetto di discussione). Se i grandi gestori “posseggono il mercato”, possono avere interesse a internalizzare anche questa “esternalità”. Come l'inquinamento danneggia una parte significativa delle attività sul pianeta, incentivando i grandi gestori a intervenire per proteggere il complesso degli investimenti effettuati per conto dei clienti, così la concorrenza di prezzo danneggerebbe interi settori industriali, incentivando gli investitori istituzionali a limitarla, ovviamente attraverso strumenti non facilmente osservabili, per evitare i divieti e le sanzioni del diritto antitrust. Un grande gestore massicciamente presente in tutte le principali compagnie aeree, per esempio, avrebbe da un lato interesse a che esse limitassero l'inquinamento atmosferico e dall'altro che esse limitassero la concorrenza di prezzo tra loro. Detto in altri termini, i gestori avrebbero forti incentivi, pur non essendo soci di controllo, a promuovere accordi di cartello tra le società cui partecipano; ma siccome non possono farlo apertamente lo farebbero di nascosto.

8. Le ragioni dell'immediata fortuna della teoria.

Prima di analizzare i punti deboli di questa tesi, che possono già apparire evidenti da questa prima descrizione (in cui i gestori non agiscono come proprietari unici del mercato, ma come proprietari unici di un segmento del mercato, ossia di un mercato del prodotto e geografico molto delimitato), consideriamo le ragioni della sua fortuna. In una serie di articoli pubblicati su importantissime riviste economiche un gruppo di ricercatori ha evidenziato la presenza di una più ridotta concorrenza dei prezzi in alcuni mercati (mercato aereo, mercato bancario) in cui i grandi gestori avevano significati investimenti nelle relative imprese che li portavano ad essere i principali azionisti e ad esercitare una sorta di “common ownership”¹⁹. Questa osservazione sembrava offrire supporto teorico a precedenti

¹⁸ G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in 23 *EBOR*, 2022, 869.

¹⁹ J. AZAR, S. RAINA, M.C. SCHMALZ, *Ultimate ownership and bank competition*, in 51 *Fin.*

studi in materia antitrust che avevano sostenuto la necessità di un più aggressivo controllo antitrust sugli acquisti di partecipazioni rilevanti (seppure non di controllo)²⁰ e, appunto, gettava nuova luce sul tema della “*systematic stewardship*”, mostrandone criticità prima non identificate. Di qui il fiorire, nel giro di pochi anni, da un lato di un innumerevole numero di studi sul tema, tesi a confortare o smentire la teoria secondo cui la “*common ownership*” potrebbe avere effetti negativi sul piano del benessere sociale; dall’altro, di autorevoli ma forse troppo frettolose proposte di modifica della disciplina antitrust statunitense, tese a limitare la possibilità per i grandi investitori istituzionali di avere partecipazioni oltre soglie molto limitate (per es., 1%) e ad imporre, in caso di soglie più alte, una passività assoluta sui temi del governo societario e della nomina degli amministratori²¹.

In Europa il dibattito ha riguardato l’opportunità di modificare il regolamento Concentrazioni in modo da portare nel suo perimetro anche gli acquisti di partecipazioni non di controllo²². La proprietà comune, infatti, modificherebbe – secondo un’opinione – lo scenario controfattuale rispetto al quale deve essere valutata una proposta di concentrazione, in quanto cambierebbe la potenziale portata del danno concorrenziale rispetto alla tesi tradizionale secondo cui le partecipazioni non di controllo non interferiscono in modo significativo sul piano concorrenziale. Quel danno andrebbe messo di fronte ai vantaggi di efficienza rivendicati dall’operazione di concentrazione. La proprietà comune influirebbe pertanto sull’analisi e sulla quantificazione degli effetti unilaterali derivanti da operazioni di

Management, 2022, 227; J. AZAR, A. TZANAKI, *Chapter 10: Common ownership and merger control enforcement*, in *Research Handbook on the Law and Economics of Competition Enforcement*, diretto da I. KOKKORIS, C. LEMUS, Cheltenham (UK), Edward Elgar Publishing, 2022; J. AZAR, M.C. SCHMALZ, I. TECU, *Research on the Competitive Consequences of Common Ownership: A Methodological Critique*, in 66 *The Antitrust Bulletin*, 2021; J. AZAR, X. VIVES, *General Equilibrium Oligopoly and Ownership Structure*, in 89 *Econometrica*, 2021; J. AZAR, M.C. SCHMALZ, I. TECU, *Anticompetitive Effects of Common Ownership*, in 73 *J. Finance*, 2018, 1513.

²⁰ D.P. O’BRIEN, S.C. SALOP, *Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control*, in 67 *Antitrust L. J.*, 2000; D. GILO, Y. SPIEGEL, *Partial cross ownership and tacit collusion*, in 37 *Rand J. Econ.*, 2006, 81; D. GILO, *The anticompetitive effect of passive investment*, in 99 *Michigan L. Rev.*, 2000.

²¹ E. ELHAUGE, *Horizontal shareholding*, in 129 *Harvard L. Rev.*, 2016, 1267; E.A. POSNER, F.M. SCOTT MORTON, E. G. WEYL, *A proposal to limit the anticompetitive power of institutional investors*, in 81 *Antitrust L. J.*, 2016, 669.

²² S. FRAZZANI, K. NOTI, M. P. SCHINKEL, J. SELDESLACHTS, A. BANAL ESTAÑOL, N. BOOT, C. ANGELICI, *Barriers to competition through joint ownership by institutional investors*, Research on common ownership of European Banks requested by the European Parliament’s committee on Economic and Monetary Affairs, 2020; M. GASSLER, *Non-Controlling Minority Shareholdings and EU Merger Control*, in 41 *World Competition*, 2018, 3; A. TZANAKI, *Varieties and Mechanisms of Common Ownership: A Calibration Exercise for Competition Policy*, in 18 *J. Competition L. Econ.*, 2021, 168; A.J. BURNSIDE, A. KIDANE, *Common ownership: an EU perspective*, in 8 *J. Antitrust Enforcement*, 2020, 456.

concentrazione tra società operanti in settori oligopolistici, prive di un socio di controllo ma partecipate in comune da grandi gestori²³.

9. *Le critiche alla teoria.*

Le prime critiche alla teoria si sono subito rivolte alla mancanza di un chiaro modello teorico attraverso cui si potesse spiegare come i gestori dei fondi potessero influenzare il livello di concorrenza delle società partecipate²⁴. Sul punto la replica è stata che basterebbe, in un mercato oligopolistico, offrire agli amministratori e ai dirigenti una vita tranquilla, non sottoposta allo stress di dover competere con la concorrenza ma orientata, possibilmente, al margine operativo dell'impresa e, quindi, all'incentivo a non avviare guerre di prezzo²⁵. Alcuni autori hanno di recente seguito tale percorso per argomentare che questo tipo di incentivi si ottiene attraverso un'adeguata struttura dei compensi²⁶. Ma i critici non ritengono credibile che ciò possa veramente avvenire, in mercati competitivi in cui gli amministratori e i dirigenti competono per mostrare le proprie capacità.

Peraltro, se il meccanismo fosse veramente quello descritto bisognerebbe mettere in discussione le modalità con cui i grandi gestori esercitano il voto in assemblea. È un tema che si riallaccia a quello, già visto in precedenza, relativo al possibile problema di allineamento degli incentivi tra gli amministratori delle grandi società di gestione e i fondi da essi gestiti. Lo stesso gestore di portafogli che ha dato il la al movimento ESG, BlackRock, ha inaugurato un programma che attribuisce agli investitori istituzionali clienti la possibilità di indicare le scelte di voto da effettuare alle assemblee degli emittenti che più loro interessano. Si tratta di un tema apertissimo, su cui vi sono già stati numerosi interventi in letteratura²⁷. Naturalmente, un simile percorso modificerebbe in maniera piuttosto radicale l'idea della "systematic stewardship", perché si evidenzerebbe quanto i critici di tale

²³ J. AZAR, A. TZANAKI, (nt. 19), 2022.

²⁴ C.S. HEMPHILL, M. KAHAN, *The strategies of anticompetitive common ownership*, in 129 *Yale L. J.*, 2019, 1392; M.B. FOX, M.S. PATEL, *Common Ownership: Do Managers Really Compete Less?*, in 39 *Yale J. on Regulation*, 2022, 136.

²⁵ J. AZAR, A. TZANAKI, (nt. 19), 2022.

²⁶ M. ANTON, F. EDERER, M. GINE, M.C. SCHMALZ, *Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives*, in 131 *J. Political Econ.*, 2022, 1294.

²⁷ D.S. LUND, *The case against passive shareholder voting*, in 43 *J. Corp. L.*, 2017, 493; S.J. GRIFFITH, D.S. LUND, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, in 99 *Boston U. Rev.*, 2019, 1151; S.J. GRIFFITH, *Opt-In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, in 98 *Texas L. Rev.*, 2019, 983; C.N. GRIFFIN, *We three kings: disintermediating voting at the index fund giants*, in 79 *Maryland L. Rev.*, 2019, 954; K. KHOO, *Transaction Costs in Common Ownership*, in 25 *U. Pennsylvania J. Business Law*, 2023, 209; O. HART, L. ZINGALES, (nt. 7), 2022.

teoria già sottolineano, ossia che se esiste un fenomeno di voto unificato da parte dei gestori per conto delle decine o centinaia di fondi di cui essi amministrano il portafoglio titoli, quel fenomeno è di per sé contrario ai doveri fiduciari degli stessi gestori, perché non riflette i diversi interessi che l'amministrazione di ciascun fondo può avere rispetto ai temi oggetto di voto.

In ogni caso, le implicazioni della teoria della “common ownership” sono tutt'altro che indiscusse. In letteratura si trovano autorevoli studi che non riscontrano gli effetti anticoncorrenziali indicati dagli autori che hanno avviato la discussione della materia, come pure autorevoli studi che mettono in dubbio la stessa metodologia seguita da quegli autori²⁸. Ma la critica che pare forse più persuasiva attacca il tema a un livello ancora più generale. Come abbiamo visto, la teoria della “systematic ownership” e la teoria della “common ownership” si possono comprendere come corollari di uno stesso concetto fondamentale, ossia quello della internalizzazione delle esternalità. Questo concetto unificatore assume che i grandi gestori “posseggano il mercato” e quindi si discostino completamente dal perseguimento dello “shareholder value” e seguano, piuttosto, un “portfolio value” che richiede, vista la dimensione, interventi su temi di natura sistemica quali l'ambiente e la sostenibilità. Tuttavia, è facile osservare che la teoria della “common ownership” non assume che i grandi gestori abbiano partecipazioni in tutto il mercato, ma assume che essi abbiano partecipazioni in un particolare mercato del prodotto e geografico e quindi che essi abbiano incentivi a ridurre la concorrenza in quello specifico mercato per far generare alle imprese cui partecipano profitti sovracompetitivi. Il problema è che i grandi gestori possono anche avere partecipazioni a monte o a valle del mercato considerato. Con riferimento al mercato aereo oggetto del più celebre studio sulla “common ownership”, i grandi gestori potrebbero avere investimenti in società del turismo danneggiate dagli aumenti dei prezzi nel mercato dei trasporti aerei, in società di produzione di cherosene, in società aeroportuali interessate alla massimizzazione dei transiti, ecc. In altre parole, «intra-industry diversified mutual funds tend also to be inter-industry diversified»²⁹.

Questa osservazione non sembra rendere credibile il modello economico su cui è stata costruita la teoria. Essa va pertanto misurata in una prospettiva di equilibrio generale e, infatti, i suoi iniziatori hanno di recente allargato lo sguardo, adottando una prospettiva di equilibrio generale che li porta a smussare l'indirizzo interventista in campo antitrust che nei loro primi articoli la teoria aveva preso³⁰.

²⁸ P. DENNIS, K. GERARDI, C. SCHENONE, *Common ownership does not have anticompetitive effects in the airline industry*, in 77 *J. Finance*, 2022, 2765; A. KOCH, M. PANAYIDES, S. THOMAS, *Common ownership and competition in product markets*, in 139 *J. Financ. Econ.*, 2021, 109.

²⁹ T.A. LAMBERT, M.E. SYKUTA, *Calm down about common ownership*, in 41 *Regulation*, 2018, 28; T.A. LAMBERT, M.E. SYKUTA, *The case for doing nothing about institutional investors' common ownership of small stakes in competing firms*, in 13 *Virginia. L. & Bus. Rev.*, 2019.

³⁰ J. AZAR, X. VIVES, *Revisiting the anticompetitive effects of common ownership*, ECGI -

10. *La prospettiva italiana.*

Dalla prospettiva italiana il tema della “*common ownership*” appare in qualche misura un problema lontano. Infatti, la stragrande maggioranza delle imprese italiane e dell’Europa continentale ha proprietà concentrata, quindi ha soci o coalizioni di controllo che tendono a perseguire lo “*shareholder value*” e che comunque certamente non hanno investimenti ampiamente diversificati. Questo sostanzialmente esclude alla radice la possibile applicazione della teoria anche qualora queste imprese avessero partecipazioni di minoranza da parte di investitori istituzionali i cui portafogli fossero gestiti dai grandi *asset manager* del pianeta. Naturalmente anche i soci di controllo di un’impresa possono avere un interesse a creare meccanismi di riduzione del gioco della concorrenza per attuare intese con le imprese rivali, ma tali meccanismi non troverebbero il proprio innesco nella presenza nel capitale delle diverse imprese concorrenti di fondi amministrati dai grandi gestori del pianeta.

Soprattutto, è difficile immaginare mercati in cui tutte le imprese concorrenti o anche la maggioranza delle imprese concorrenti sia quotata o abbia comunque le azioni negoziate su mercati secondari. Questo elimina alla radice la presenza di “*common owners*” incentivati a guardare al mercato del prodotto e geografico nel suo complesso per incentivare pratiche di riduzione della concorrenza e innalzare i profitti aggregati delle imprese concorrenti che in quei mercati operano.

11. *Osservazioni conclusive.*

Il tema della partecipazione alle imprese da parte di fondi passivi amministrati da un ridotto gruppo di gestori di portafogli di dimensione mondiale solleva interessantissime questioni che si pongono all’incrocio di tematiche apparentemente tanto diverse come la regolazione pubblica, le tecniche private di riduzione delle esternalità negative, il governo societario, le modalità di amministrazione e l’esercizio dei diritti sociali da parte dei gestori di organismi di investimento collettivo, i loro conflitti d’interesse, il perseguimento da parte dei gestori delle preferenze sociali degli investitori che partecipano ai fondi, la concorrenza tra le imprese partecipate, l’estensione del possibile intervento antitrust. Il tema, in ultima analisi, investe il ruolo che i grandi investitori istituzionali stanno assumendo nella nostra società.

Tuttavia, è ancora presto per comprendere se il tema possa condurre a indicazioni precise sul piano della politica del diritto. Quanto alla teoria della “*systematic stewardship*”, vi sono alcuni punti deboli nell’analisi che pongono in dubbio

Finance Working Paper No. 827/2022, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/commonfinal.pdf.

che effettivamente i grandi gestori di fondi possano diventare i nuovi regolatori (privati) del pianeta. Allo stesso modo, non è ancora sufficientemente chiaro se la presenza dei grandi gestori nel capitale delle imprese concorrenti su un mercato possa avere effetti negativi sul piano antitrust e se debba quindi essere sottoposto a controlli. Il problema della “common ownership”, comunque, pare ancora lontano rispetto alla struttura dei mercati dell’Europa continentale e di quello italiano in particolare, dominati dalla presenza di imprese a proprietà concentrata.

Soci istituzionali e capitalismo “responsabile”

Institutional investors and “responsible” capitalism

Marco Maugeri *

ABSTRACT:

Fino a che punto è plausibile e legittimo porre gli investitori istituzionali al servizio della tutela dell’ambiente o del raggiungimento di obiettivi umanitari?

Nell’affrontare questo interrogativo, l’articolo esplora le implicazioni pratiche e giuridiche della scelta di adottare un nuovo paradigma in forza del quale gli investitori istituzionali siano tenuti a esercitare i loro diritti di azionisti per sollecitare le società partecipate a internalizzare gli effetti negativi delle loro attività sull’ambiente, sulla collettività e sui diritti umani.

Un approccio di questo tipo solleva temi di legittimità politica, in quanto si traduce nell’imporre ai gestori di patrimoni il dovere di influenzare l’orientamento ESG delle società in portafoglio senza alcuna consultazione preventiva dei proprietari finali – un problema esacerbato dalla elevata concentrazione di potere nelle mani di pochi grandi asset managers (le c.d. “Big Three”). Muovendo da tale prospettiva, il lavoro analizza la fisionomia di un eventuale obbligo degli investitori istituzionali di tener conto delle preferenze ESG dei loro clienti nelle scelte di *engagement*. Alcune riflessioni sono dedicate, infine, al problema dell’efficacia di scelte regolatorie funzionali a garantire che gli investitori istituzionali agiscano da “cinghia di trasmissione” per segnalare alle società partecipate le preferenze ESG dei beneficiari finali (ad esempio, prevedendo un voto consultivo assembleare sulle politiche di sostenibilità dell’impresa).

To what extent is it plausible and legitimate to put institutional investors at the service of environmental protection or the achievement of humanitarian goals?

In addressing this question, the paper explores the practical and legal implications of shifting towards a new paradigm of stakeholderism according to which institutional investors would be required to exercise their rights as shareholders to urge investee companies to internalize the negative effects of their activities on environment, society, and human rights.

Such an approach raises issues of political legitimacy, since it results in imposing on the asset managers the duty to influence the ESG orientation of portfolio companies without

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Europea di Roma; e-mail: marco.maugeri@unier.it.

any prior consultation of the beneficial owners – an issue that is exacerbated by the high concentration of wealth in the hands of a few large asset managers (the “Big Three”). From this perspective, the paper analyses how an obligation of asset managers to take into account the ESG preferences of shareholders in their engagement choices could be construed, and the effectiveness of policy choices designed to ensure that institutional investors act as a “transmission belt” to signal to the investee companies the ESG preferences expressed by the ultimate beneficiaries (for instance, by providing for an advisory vote of shareholders’ meeting on the company’s sustainability policies).

SOMMARIO:

1. Gli incentivi dei soci istituzionali. – 2. Il voto dei soci istituzionali. – 3. Soci istituzionali e *stakeholder model*. – 4. Soci istituzionali e democrazia economica. - 5. Soci istituzionali e scelte di *policy*.

1. *Gli incentivi dei soci istituzionali.*

Prendendo spunto dalla relazione introduttiva di Francesco Denozza, come sempre ricca di innumerevoli argomenti di riflessione, vorrei esplicitare subito il senso di questo mio intervento chiedendomi se i soci possano contribuire non solo ad arginare il potere economico dei *managers* ma anche a realizzare quel mutamento di paradigma, proposto da Denozza in critica all’analisi economica del diritto, che consisterebbe nel recuperare una dimensione sociale al mercato e nel contribuire all’affermarsi di una concezione della società per azioni come «potenziale strumento di dialogo democratico e di democratizzazione dell’economia».

Si potrebbe anzi sostenere che questo mutamento di paradigma sia essenziale nell’interesse stesso del capitalismo che deve diventare “responsabile” se vuole sopravvivere, confutando così la profezia di Schumpeter secondo cui il sistema capitalistico non crollerà sotto il peso di un suo fallimento economico bensì per la ragione «che il suo stesso successo economico *mina alla base gli istituti sociali che lo proteggono*» (enfasi aggiunta)¹.

L’analisi dell’interrogativo delineato non può che muovere dai due fenomeni che hanno segnato la recente evoluzione della società quotata: da un lato, l’istituzionalizzazione della proprietà azionaria, ossia la sempre maggiore concentrazione delle azioni nei portafogli di fondi pensione, compagnie di assicurazione e

¹ J.A. SCHUMPETER, *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, Meltemi, 2023, 140 (trad. it. curata da A. ZANINI della III ed. del 1949). Schumpeter, come noto, riteneva che fosse la costante crescita della produttività attuale e potenziale del capitalismo a creare le condizioni per un superamento di quel sistema e ne indicava come «erede apparente il socialismo».

gestori di attivi²; dall'altro, la crescente rilevanza dei rischi legati alla «sostenibilità» nella produzione normativa e nella coscienza pratica degli operatori.

Non vi è dubbio che il legislatore dell'Unione europea abbia da tempo manifestato la tendenza a individuare nei diritti dei soci lo strumento per monitorare l'operato degli amministratori e ridurre i costi di agenzia causati da comportamenti opportunistici del *management*³. Questa impostazione sembra assumere come tipo di azionista "impegnato" il grande investitore istituzionale diversificato, perché idealmente il più idoneo a svolgere compiti di monitoraggio in ragione della quota elevata di capitale detenuta nell'emittente e della conseguente dilatazione inevitabile dell'orizzonte temporale di investimento. Nel caso dei fondi indice, in particolare, il disinvestimento è precluso dall'impossibilità di vendere le azioni di società che siano (e finché siano) incluse nell'indice riprodotto⁴; inoltre, anche se fosse consentito al fondo di dismettere le azioni, l'uscita dalla compagine sociale potrebbe avvenire solo a forte sconto a causa delle dimensioni della partecipazione detenuta: non essendo allora disponibile alcun altro rimedio pratico all'infuori dell'*engagement* per reagire all'operato negligente degli amministratori delle società le cui azioni sono presenti nel patrimonio gestito.

Altrettanto noti sono tuttavia gli ostacoli, sia di natura pratica sia di natura giuridica, che si oppongono a una tale funzionalizzazione.

Dal punto di vista pratico, si sottolinea spesso la carenza di incentivi adeguati affinché gli investitori istituzionali assumano iniziative concrete di monitoraggio nei confronti degli amministratori. In una prospettiva puramente finanziaria, l'attività di *engagement* ha senso solo se il relativo costo è inferiore al guadagno che l'investitore potrebbe ricavarne in termini di incremento del valore della partecipazione. Se si considera che il fondo "impegnato" si appropria solo di una porzione del valore creato, la parte residua di quel valore restando appannaggio dei fondi concorrenti che non hanno coltivato alcun *engagement*⁵, e se si considera altresì che il costo dell'attivismo non può essere "traslato" sul patrimonio gestito, per vincoli normativi o per ragioni concorrenziali, atteso che la competizione tra i diversi fondi impedisce al gestore "attivista" di aumentare le commissioni di gestione a parità di masse amministrate⁶, la conseguenza più naturale sarà la tendenza a sotto-investire

² Aspetto ormai da tempo sottolineato in dottrina: v. già E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in 79 *Georgetown L. J.* 445 (1991), 447 ss.; più di recente R.J. GILSON, J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, in 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013), 874 ss.

³ È sufficiente menzionare il considerando n. 3 della SHRD II, ove compare il riferimento all'obiettivo della Commissione di «incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti».

⁴ G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, in 55 *San Diego L. Rev.* 803 (2018), 831.

⁵ V., per tutti, L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in 31 *Journal of Econ. Perspectives* 89 (2017), 90 e 96.

⁶ L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, (nt. 5), 97 s. La conclusione sarebbe differente se l'atti-

in risorse da dedicare ai team di *stewardship* e a prestare una eccessiva deferenza verso le proposte deliberative formulate dagli amministratori in carica⁷.

Ciò non equivale ad affermare che lo stile di gestione passivo dei fondi si traduca in una completa inerzia nell'osservanza delle politiche di impegno. È presumibile, infatti, che i grandi investitori istituzionali abbiano incentivi a elaborare regole di buon governo societario in una prospettiva «di mercato» (c.d. “market standard”), e cioè replicabili su un numero elevato di società del portafoglio (ad es., in termini di presenza di amministratori indipendenti nei comitati, di quote di genere, di articolazione della remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi, di maggioranze deliberative in sede consiliare o assembleare)⁸: questo approccio consentirebbe, infatti, di ridurre il problema di azione collettiva e il costo da sostenere nella raccolta e nella elaborazione delle informazioni rilevanti ai fini di una compiuta valutazione delle scelte e delle proposte deliberative formulate dagli amministratori⁹. Ma anche così ripensato, il ricorso all'*engagement* non varrebbe a garantire in ogni caso un efficiente monitoraggio della condotta degli amministratori perché un confronto tra investitori e amministratori fondato solo su paradigmi di mercato “fungibili” e “indifferenziati” non consente di maturare una opinione ponderata su vicende *specifiche* del singolo emittente (ad es., una fusione o una operazione con parte correlata), le quali richiedono una analisi dedicata e quindi il sostenimento di costi per attuare una iniziativa che non è replicabile per altri emittenti¹⁰. Inoltre, un *engagement* circoscritto alla formulazione

vità di *engagement* comportasse un incremento degli *asset under management*. Ma non vi è alcuna certezza, allo stato odierno delle conoscenze, che l'attuazione di una politica di impegno nei confronti degli emittenti sia idonea ad attrarre nuova clientela all'investitore attivo sul fronte della *governance* (o comunque un numero di nuovi clienti tale da consentirgli di realizzare un guadagno aumentando la dimensione del portafoglio gestito a parità di commissioni).

⁷ L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy* (March 2019). ECGI - Law Working Paper, 4 s., reperibile in <https://www.ecgi.global/sites/default/files/Index%20Funds%20and%20The%20Future%20of%20Corporate%20Governance:%20Theory,%20Evidence,%20And%20Policy.pdf>; G. STRAMPELLI, (nt. 4), 851 s.

⁸ E v. infatti F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in questa *Rivista*, 1/2015, 11 osservando come sia realistico immaginare che gli investitori si mostrino «molto più interessati alle caratteristiche complessive dei mercati su cui operano che non alle peculiarità delle singole società» o a un «intervento selettivo, in grado di confrontarsi con i problemi specifici di ciascuna società». Cfr. anche J.E. FISCH, S.M. SEPE, *Shareholder Collaboration*, in 98 *Texas L. Rev.* 863 (2020), 887 (sottolineando come i grandi investitori istituzionali diversificati tendano a concentrarsi su tematiche rilevanti per l'intero mercato – quali la *governance*, la sostenibilità e la gestione del rischio – in quanto, grazie alle dimensioni dei loro portafogli e alle conseguenti economie di scala, possono cogliere tendenze virtuose idonee a integrare la prospettiva degli amministratori).

⁹ L. KLÖHN, *Passive Investoren, Aktivisten und die Reform des deutschen Hauptversammlungsrechts*, in *ZHR* 185 (2021), 182, 197 ss.

¹⁰ A meno che vi sia l'iniziativa di un fondo attivista che proponga ai fondi indice una determinata campagna o strategia da seguire con riguardo a quella determinata operazione: cfr. M. KAHAN, E. ROCK, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, in 100 *Boston U.*

di paradigmi di mercato aiuterebbe ad affrontare i problemi più evidenti dell'assetto di governo delle società del portafoglio ma non risolverebbe quelli causati da una gestione inefficiente (la cui soluzione esige un monitoraggio costante, l'avvio di un confronto pervasivo con il *management* e, in ultima istanza, l'adozione di iniziative che conducano alla sua rimozione)¹¹.

2. *Il voto dei soci istituzionali.*

La mancanza di dati empirici definitivi sull'esistenza di incentivi adeguati all'esercizio di politiche rigorose di *engagement*¹² non è l'unica perplessità che può manifestarsi in ordine al ruolo degli investitori istituzionali nel promuovere mutamenti sensibili delle strategie manageriali delle società partecipate e quindi anche un loro più incisivo orientamento a obiettivi sociali o di democratizzazione dell'impresa. A tale perplessità si aggiunge, infatti, una aporia teorica che viene spesso trascurata nel dibattito scientifico e che riguarda la *funzione* del voto inerente alle azioni presenti nel portafoglio. Per il gestore di attivi – che cura un interesse altrui (cfr. l'art. 35-*decies* T.U.F.) e dispone dunque di un «potere»¹³ – l'esercizio del voto non è un «diritto» il cui esercizio sia insindacabilmente rimesso alla discrezionalità individuale bensì è adempimento di un obbligo contrattuale¹⁴. Il punto è però che al voto dei fondi si attribuiscono due funzioni che sono (e

L. Rev. 1771 (2020), 1806 s. e 1808. Ma si tratterebbe comunque di una forma di *engagement* “reattiva” la quale non esisterebbe senza la sollecitazione dell'attivista (L.A. BEBCHUK, S. HIRST, (nt. 7), 14).

¹¹ L. KLÖHN, (nt. 9), 199.

¹² Una visione equilibrata del problema dell'*engagement* presuppone comunque, nel caso dei fondi indice, l'adozione di una *concezione analitica* che distingua in ragione del tipo di impegno di volta in volta richiesto al fondo: v., per un approccio di questo tipo e differenziando tra l'ipotesi di “battaglie” assembleari idonee a incidere in modo significativo sul prezzo delle azioni (“high profile contests”), l'ipotesi della elaborazione di standard di mercato per la *governance* delle società quotate (“market-wide governance”) e l'ipotesi infine di un *engagement* calibrato sulle caratteristiche della *governance* o dell'andamento reddituale della singola società partecipata (“company-specific engagement”), M. KAHAN, E. ROCK, (nt. 10), 1777 ss. (i quali giungono, pertanto, a formulare una valutazione sostanzialmente positiva del ruolo svolto dai fondi indice sia nel decidere le contese più rilevanti per la società, sia nel promuovere le migliori pratiche di governo societario a livello di mercato).

¹³ In vero, la funzione si risolve sempre in una «situazione di potere avente per fine la realizzazione di interessi alieni ed oggettivi»: F. MODUGNO, voce *Funzione*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1969, 301, 303.

¹⁴ V. sul punto M. STELLA-RICHTER jr, *L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, Utet, 2010, 791 ss. Che la posizione sostanziale del gestore dinanzi al voto sia caratterizzabile in termini di funzione, e quindi connotata da un profilo di *doverosità*, è considerazione incontrovertibile (e v. infatti R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313, 323), al di là del *diverso* problema se poi il gestore sia tenuto a esercitare *sempre* il voto in relazione a *tutte* le assemblee di *tutte* le società del portafoglio: tesi, questa, la quale è insostenibile (se non altro in quanto finirebbe con l'indurre l'azionista istituzio-

devono esser mantenute) *distinte*: da un lato, quella di realizzare l'interesse sociale dell'emittente, minimizzando i costi di agenzia nel rapporto tra soci e amministratori (un tema la cui soluzione spetta al diritto societario); dall'altro, quella di realizzare l'interesse dei partecipanti al fondo, minimizzando i costi di agenzia nel rapporto tra gestore e beneficiari finali (un tema la cui soluzione spetta al diritto del mercato finanziario).

Le due prospettive sarebbero tra loro agevolmente conciliabili se la massimizzazione del valore della singola partecipazione comportasse automaticamente anche la massimizzazione del valore dell'intero portafoglio. Ma questo automatismo non sussiste o comunque non è dimostrabile (o non è stato dimostrato) sul piano empirico; né esso convincerebbe sul piano teorico perché l'interesse «comune» dei partecipanti al fondo, orientandosi al valore dell'intero patrimonio gestito, può entrare in conflitto con l'interesse sociale alla massimizzazione del valore della singola partecipazione. Il problema è amplificato inoltre dalla eventualità che il gestore amministri una pluralità di patrimoni autonomi con diverse strategie di investimento, il che rende impossibile finanche la costruzione di un interesse «comune» alle diverse tipologie di fondo e inevitabile l'accesso alla tecnica del voto «divergente» da parte del gestore ¹⁵.

3. *Soci istituzionali e stakeholder model.*

Il quadro appena tratteggiato diviene ancora più complesso quando vi si innesti il tema della sostenibilità o comunque l'esigenza di una evoluzione in senso «democratico» dell'istituto societario.

Qui l'interrogativo di fondo è il seguente: in che misura gli investitori istituzionali possono essere messi al servizio della tutela dell'ambiente e/o del conseguimento di obiettivi sociali o umanitari?

Questo interrogativo può essere affrontato sotto due profili differenti. Il primo attiene alle modalità con le quali il gestore di attivi sia in grado di provocare nell'investitore finale il passaggio dalla «mera» consapevolezza dell'esistenza di un problema ambientale all'adozione di condotte ambientalmente o socialmente

nale ad aderire pedissequamente alle proposte del management al fine di minimizzare i costi: v. U. NOACK, *Hauptversammlung und Stimmrecht nach 50 Jahren Aktiengesetz*, in *50 Jahre Aktiengesetz*, a cura di H. FLEISCHER, J. KOCH, B. KROPFF, M. LUTTER, Berlin-Boston, De Gruyter, 2016, 193 s.) al pari di quella che, all'opposto, vorrebbe il gestore di attivi altrui legittimato a non esercitare *mai* il diritto di voto in *nessuna* assemblea delle società partecipate. Gli è, infatti, che l'investitore istituzionale esercita una discrezionalità *vincolata* nel selezionare in quali assemblee di quali società votare, purché ne dia adeguata rappresentazione nella propria politica di impegno.

¹⁵ Si assiste, così, a una nuova forma di voto «divergente» o comunque di superamento di quel «dogma» del voto unitario che era già stato sottoposto a magistrale critica da P.G. JAEGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, specie 31 ss.

sostenibili che si traducano nell'acquisto di prodotti con caratteristiche ESG¹⁶. Ci si muove, in tal caso, sul piano del *rapporto "a monte" tra investitore istituzionale e beneficiario finale*, l'obiettivo normativo essendo primariamente quello di ridurre le asimmetrie informative e di contrastare il fenomeno del *greenwashing*¹⁷.

Un diverso e ulteriore piano riguarda invece il modo in cui gli investitori istituzionali possono indurre il *management* delle società partecipate a gestire l'impresa in modo ambientalmente sostenibile e cioè considerando interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci: un interrogativo che allora riguarda il *rapporto "a valle" tra investitore istituzionale ed emittente* e che evoca direttamente il tema dell'*engagement*. Questo profilo non può ovviamente essere obliterato in un discorso sul capitalismo "responsabile" perché la transizione verso un'economia sostenibile presuppone che le scelte (non solo dei gestori di attivi ma anche, e prima ancora) dei manager delle grandi imprese siano indirizzate alla integrazione di fattori ambientali e sociali nelle scelte relative all'organizzazione dell'attività d'impresa. Non bisogna dimenticare, infatti, che il "marchio" di sostenibilità di un fondo comune di investimento dipende, in coerenza con la sua natura di «bene di terzo grado»¹⁸, dalla possibilità di qualificare come sostenibile l'attività d'impresa delle società nei cui titoli viene investito il patrimonio del fondo¹⁹.

Ebbene, è con riferimento a questo profilo che si coglie la ragione delle complessità denunciate all'inizio del paragrafo.

Esse dipendono vuoi dalla ambiguità semantica del termine "sostenibilità", mancando una definizione del concetto che possa dirsi comunemente condivisa (si pensi ad espressioni come "CSR", "ESG", "SRI", "impact investing" e così via)²⁰, vuoi dalla eventualità che insorgano conflitti tra gli obiettivi ricompresi in tale formula (ambientali, sociali, finanziari) senza che siano disponibili criteri affidabili per risolverli²¹.

¹⁶ Cfr. T.M.J. MÖLLERS, *Green Deal: Greenwashing, Information Overload und der vergessene Good Corporate Citizen als Investor*, in *ZHR* 185 (2021), 881, 890. Ma eguale interrogativo può porsi, e viene posto infatti, per il diritto societario: v. G. BACHMANN, *Zielsetzung und Governance von Unternehmen im Lichte der Klimaverantwortung*, in *ZHR* 187 (2023), 166, 168.

¹⁷ Si muove in questa direzione il regolamento UE 2020/852 del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. "regolamento sulla Tassonomia"). V. al riguardo A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, Il Mulino, 2023, 77 ss.

¹⁸ P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 191, 196.

¹⁹ C. KUMPAN, *Anforderungen an nachhaltige Finanzprodukte*, in *ZHR* 187 (2023), 278, 289 ss.

²⁰ Cfr. T.M.J. MÖLLERS, (nt. 16), 889. La difficoltà di rintracciare un significato stabile del concetto di sostenibilità si traduce inevitabilmente nella difficoltà di un inquadramento unitario della classe degli investimenti «sostenibili»: v. ancora C. KUMPAN, (nt. 19), 282.

²¹ Cfr. M. LIBERTINI, *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in questa *Rivista*, 3/2019, 602 il quale, nel riconoscere agli amministratori piena di-

Si potrebbe eccepire che in realtà il conflitto è solo apparente in quanto il perseguimento di finalità sociali e ambientali da parte delle società del portafoglio, riducendone l'esposizione al rischio sistemico (non diversificabile), contribuirebbe a promuovere la massimizzazione del valore di lungo termine del patrimonio gestito. Tuttavia, anche omettendo la considerazione che, se l'investimento in titoli ESG-compliant determinasse di per sé un incremento di valore delle azioni non vi sarebbe bisogno di imporre particolari vincoli ai gestori (i quali sarebbero naturalmente incentivati ad acquistare quei titoli indipendentemente dall'orientamento del legislatore o degli stessi beneficiari finali), resta vero che a tutt'oggi mancano dati empirici definitivi che manifestino una automatica correlazione positiva tra il valore finanziario dell'investimento e il perseguimento di obiettivi ESG²². Ritenere che la considerazione di fattori di sostenibilità nella gestione delle imprese garantisca *sempre* la massimizzazione del profitto dei soci sarebbe altrettanto ingenuo quanto ritenere che il perseguimento del movente del massimo profitto dei soci vada *sempre* contro gli interessi dei consumatori e della collettività in generale²³.

Questa ambiguità assiologica è presente, del resto, nella stessa produzione normativa europea in materia di finanza sostenibile, se si considera che i temi ESG sono considerati ora come uno strumento per ridurre il rischio sistematico (non diversificabile) del portafoglio, quindi in una logica di massimizzazione del rendimento

screzionalità nel considerare gli interessi degli *stakeholder* (purché sia rispettato lo scopo lucrativo), osserva come tali interessi siano tra loro «potenzialmente conflittuali», con il rischio di affidarne a un giudice la composizione. Non è un caso, pertanto, che la dottrina finanziaria che più si è dedicata ai temi della finanza sostenibile abbia osservato come la massimizzazione del «valore integrato» dell'impresa (v. oltre nel testo) richieda comunque l'osservanza di un principio fondamentale: quello per il quale la singola operazione gestoria non può comportare comunque una diminuzione del valore «ambientale e sociale» dell'impresa (così D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, 2019, 22 s., reperibile al seguente indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3282699).

²² Cfr. J. FISCH, J. SCHWARTZ, *Corporate Democracy and the Intermediary Voting Dilemma* (February 2023). ECGI - Law Working Paper No. 685/2003, 21 s. (reperibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428), che sottolineano come l'impatto finanziario di una determinata iniziativa in materia ambientale o sociale dipenda il più delle volte dalle caratteristiche operative della singola impresa di volta in volta considerata (valutazione “*fact-dependent*”). L'esistenza di frequenti ipotesi nelle quali gli effetti di una decisione d'impresa sull'interesse dei soci e su quello dei c.d. “*stakeholders*” potrebbero divergere in modo significativo si registra ovviamente anche a livello di singola società emittente i cui amministratori si trovano spesso a dover bilanciare diversi interessi sacrificando ora gli uni ora gli altri: e v. L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?* (May 2022). ECGI - Law Working Paper No. 643/2022, 2, 14 e 20 (reperibile al seguente indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4065731), i quali evocano situazioni «that do not offer win-win choices – but rather present clear and substantial trade-offs between shareholders and stakeholders», osservando altresì come l'alternativa “shareholderism/stakeholderism” non coincida con quella “short termism/long termism” atteso che vi possono essere strategie di breve termine che avvantaggiano gli *stakeholders* e strategie di lungo termine che danneggiano gli azionisti.

²³ Criticava tale ingenuità già J.A. SCHUMPETER, (nt. 1), 160 s.

finanziario (c.d. “approccio *outside-in*”), ora invece come un *obiettivo in sé* al quale indirizzare le scelte di investimento dell’intermediario: in una logica, allora, nella quale è quest’ultimo a diventare lo strumento per la transizione verso un’economia sostenibile e la realizzazione di un capitalismo “responsabile” (c.d. “approccio *inside-out*”) ²⁴.

Dinanzi a tali incertezze ricostruttive ci si può chiedere se non sia più fecondo sul piano intellettuale abbandonare la soluzione teorica dello *shareholder value* ²⁵ per aderire a uno *stakeholder model* diretto al perseguimento di un «*common good value*». Secondo questo orientamento di pensiero, non è sufficiente che i gestori di portafogli istituzionali incorporino le esternalità negative nelle loro scelte di investimento. Si tratta piuttosto di far sì che le iniziative di *engagement* favoriscano quelle scelte degli amministratori che siano volte a *ottimizzare* istanze generali di natura ambientale e sociale, tenendo conto dell’esigenza di preservare l’equilibrio finanziario della società partecipata e quella di assicurare un rendimento “equo” ai suoi azionisti ²⁶: una prospettiva, dunque, rovesciata rispetto allo *shareholder value* e nella quale a dover essere massimizzato non è più il profitto individuale dei soci bensì il valore “integrato” della società, ossia comprensivo della dimensione finanziaria, ambientale e sociale dell’attività d’impresa ²⁷.

²⁴ Per rendersi conto di questa duplicità di prospettive è sufficiente evocare il regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainability Financial Disclosure Regulation*, di seguito anche “SFDR”), il cui art. 1 riferisce il contenuto degli obblighi di trasparenza gravanti sugli investitori istituzionali sia all’«integrazione dei rischi di sostenibilità» nel processo di investimento (rischi definiti dal successivo art. 2, n. 22, come eventi o condizioni di tipo ambientale, sociale o di governance che, ove si verificassero, potrebbero «provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento»), sia alla considerazione dei «principali effetti delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità» (definiti, a loro volta, dall’art. 2, n. 24 come le «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva»): laddove nel primo caso, è la tutela dell’interesse finanziario dell’investitore “ragionevole” a prevalere, mentre nel secondo caso è la tutela dell’interesse non finanziario dell’investitore “responsabile” ad avere preminenza (sul senso di questa differenziazione tipologica v. oltre nel testo e già M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350, 1358).

²⁵ Si intenda poi questa locuzione in senso “forte”, come dovere degli amministratori di creare il maggior valore economico *possibile* per gli azionisti (ossia come il maggior valore compatibile con i vincoli normativi esistenti) oppure nella sua versione “illuminata”, e cioè come dovere degli amministratori di tener conto delle aspettative dei portatori di altri interessi, in quanto funzionali all’aumento di valore delle azioni nel lungo termine: per questa caratterizzazione del concetto di “*shareholder value*” e, rispettivamente, di “*enlightened shareholder value*”, v. L.A. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, (nt. 22), 3 ss.

²⁶ V., discorrendo di un «*fair financial return*» e identificandolo con il rendimento che consente di preservare il capitale investito, D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, (nt. 21), 24. Per uno spunto in questa direzione v. anche M. LIBERTINI, (nt. 21), 613 (affermando la legittimità di una clausola dello statuto che ammetta il perseguimento di finalità ulteriori, ma solo dopo che sia stato assicurato «il principio di una remunerazione del capitale investito equa, cioè non distante da quella offerta dal mercato»).

²⁷ D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, (nt. 21), 24, osservando che «the key change is that the

4. Soci istituzionali e democrazia economica.

Quali ostacoli pratici o giuridici incontrerebbe il ruolo dei soci istituzionali ove si rivisitasse il paradigma della finanza sostenibile nel senso appena individuato e ci si ponesse come obiettivo quello di incentivare gli azionisti istituzionali a esercitare i diritti inerenti alle azioni detenute in portafoglio per costringere le imprese emittenti a internalizzare il costo delle esternalità prodotte dalla loro attività sull'ambiente, la società, i diritti umani, ecc.^{28?}

Vi è in primo luogo un problema di misurazione: se l'obiettivo è quello di massimizzare il benessere complessivo di tutti gli *stakeholders*, la scelta di abbandonare il sistema puramente monetario dei prezzi o dei valori di mercato²⁹ rende difficile valutare il grado di diligenza e correttezza nell'adempimento della prestazione del gestore. Continua a mancare infatti, ancora oggi, un criterio di natura *contabile* o comunque *finanziaria*, che traduca in chiave oggettiva (e quindi appunto misurabile) l'impatto delle scelte di *engagement* sul benessere aggregato degli *stakeholders* e consenta quindi di disegnare in modo coerente l'assetto di incentivi del gestore³⁰.

role of finance turns from primacy (profit maximisation) to serving (a means to optimise sustainable development)». Si noti che l'idea per cui i manager dovrebbero promuovere la massimizzazione del valore "integrato" dell'impresa non va confusa con l'idea che i manager dovrebbero promuovere la massimizzazione dell'*enterprise value*, inteso come «valore totale» dell'impresa e cioè come «sum of the values of all financial claims on the firm – including equity, debt, preferred stock, and warrants» (per tale impostazione v. M.C. JENSEN, *Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, in *European Fin. Management*, 2001, 297, 299): in questo caso, infatti, si resta nell'alveo di una concezione puramente *finanziaria* della funzione di utilità che gli amministratori dovrebbero ottimizzare.

²⁸ Una delle critiche più penetranti al pensiero neoliberale risiede appunto nel fatto che «l'esistenza di rilevanti esternalità ed effetti sistemici, di cui la teoria dello *shareholder value* sembra non avere alcuna consapevolezza, impedisce di pensare che la transazione che massimizza il benessere congiunto di soci e *manager* massimizzi anche il benessere generale» (F. DENOZZA, *Relazione*, p. 18 del dattiloscritto).

²⁹ Questo esito appare inevitabile se si condivide la critica alla teoria dei prezzi come necessario corollario della critica alla teoria dello *shareholder value* (il cui vantaggio principale consiste proprio nel tradurre i fenomeni osservati in termini economici calcolabili): v. ancora F. DENOZZA, *Relazione*, p. 9 del dattiloscritto.

³⁰ Per questa osservazione, con riferimento al problema della costruzione di adeguati incentivi espliciti degli amministratori per indurli a perseguire la massimizzazione del benessere aggregato degli *stakeholders*, v. J. TIROLE, *Corporate Governance*, in 69 *Econometrica*, 2001, 1, 26. Su analoga linea di pensiero v. M.C. JENSEN, (nt. 27), 305, secondo il quale la *stakeholder theory* «contains no conceptual specification of how to make the tradeoffs among stakeholders that must be made», con l'inevitabile corollario che «with no criteria for performance, managers cannot be evaluated in any principled way». Il problema di misurazione del grado di "sostenibilità" si pone naturalmente anche a livello delle imprese e costituisce uno dei tasselli più delicati della disciplina in materia di informazione sulla sostenibilità (v. sul punto M. RESCIGNO, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile»*. *Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 1, 165, 182 s.). La

A ciò si deve aggiungere che, anche a voler ipotizzare l'esistenza di un criterio non finanziario di misurazione del "valore integrato" dell'impresa, ogni sistematica esclusione di prodotti non-ESG (o anti-ESG: c.d. "*sin stocks*") si traduce in una corrispondente perdita per il fondo dei vantaggi conseguibili dalla diversificazione e conseguentemente in una potenziale riduzione di valore del portafoglio³¹. Il caso recente degli *exclusionary funds* (patrimoni che, dopo aver escluso per ragioni etiche dal perimetro dell'investimento le azioni di società che producono armi, si sono trovati a subire rilevanti perdite a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina) induce a osservare che le scelte ESG degli investitori istituzionali non comportano necessariamente la creazione di nuovo valore (o la massimizzazione del benessere aggregato degli *stakeholders*), potendo al contrario dare luogo piuttosto a una *redistribuzione* di valore a vantaggio dei fondi non ESG. Come è stato notato, infatti, la strategia dell'*exit*, riducendo il valore di mercato dell'impresa, può indurre gli amministratori ad adottare modalità di produzione compatibili con la tutela dell'ambiente solo se la maggioranza degli azionisti è costituita da agenti socialmente responsabili; in caso contrario, l'impatto negativo sul prezzo delle azioni sarà completamente neutralizzato dalla decisione di acquistare quelle azioni assunta da altri agenti "egoisti", ossia orientati a massimizzare la propria utilità finanziaria³². E questo anche a tacere della circostanza, per molti aspetti dirimente e già evidenziata in precedenza, che i fondi passivi non possono servirsi del disinvestimento come strumento per promuovere condotte sostenibili delle società del portafoglio qualora i titoli di tali società siano inclusi nell'indice che il fondo dichiara di riprodurre³³.

soluzione prevista al riguardo dalla direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022 (c.d. "CSRD") consiste in un'ampia delega a un organismo tecnico (l'EFRAG, acronimo per *European Financial Reporting Advisory Group*), chiamato a elaborare standard di rendicontazione (c.d. "ESRS", acronimo per *European Sustainability Reporting Standards*) sia di carattere generale (ossia, trasversali e applicabili indipendentemente dal settore di operatività dell'impresa), sia di carattere particolare (in quanto specifici per il concreto settore di operatività dell'impresa). Al di là della complessità applicativa di tali standards, resta comunque fermo che essi costituiscono il tentativo di oggettivizzare la consistenza sostenibile della *singola impresa*; dubbia è invece la possibilità di trarne indicazioni in ordine al grado di sostenibilità di un *portafoglio di imprese* e, a maggior ragione, in ordine al grado di realizzazione dell'interesse degli investitori ambientalmente "responsabili" che ne detengono le quote.

³¹ Tant'è che non manca chi suggerisce di qualificare come ESG-*compliant* anche i prodotti finanziari di gestori che investono una quota minima (più o meno elevata) del portafoglio in azioni di società "sostenibili", lasciando tuttavia spazio all'investimento della porzione residua del fondo in titoli di società non ecosostenibili e proprio per continuare a usufruire (almeno in parte) dei vantaggi della diversificazione: cfr. C. KUMPAN, (nt. 19), 306.

³² E. BROCCARDO, O. HART, L. ZINGALES, *Exit vs. Voice* (November 2021). ECGI - Finance Working Paper No. 694/2020, 4, reperibile al seguente indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3671918.

³³ Cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51, 66 s., il quale manifesta scetticismo sulla possibilità di una collaborazione tra investitori istituzionali passivi e *index providers* volta a

Ci si deve poi chiedere quale sia la *natura giuridica* della posizione degli investitori istituzionali dinanzi al perseguimento di obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale.

Se si esclude sia l'esistenza di un *divieto* di perseguire sistematicamente obiettivi ESG³⁴, sia l'esistenza di un *obbligo* di perseguirli anche a discapito del rendimento del portafoglio³⁵, la conclusione dovrebbe essere nel senso che il gestore abbia una piena discrezionalità nell'attuare le scelte di investimento e disinvestimento ritenute più idonee a favorire la transizione da prodotti tradizionali (c.d. "mainstream") a prodotti «sostenibili»³⁶.

Ma questa conclusione pone un problema di *legittimazione democratica* perché finisce con il devolvere a professionisti della gestione del risparmio il potere di pronunciarsi sull'orientamento sociale e ambientale delle imprese indipendentemente dall'impatto che le loro scelte avranno sul valore del patrimonio gestito e senza alcun interpello preventivo dei beneficiari finali dell'investimento. Questo problema non riguarda naturalmente solo gli investitori istituzionali, essendo connesso a qualunque scelta politica di rimettere a privati che amministrano risorse altrui il compito di stabilire liberamente *quali* obiettivi ambientali o sociali perseguire e *come* contemperarli in caso di conflitto³⁷. Il problema di una mancanza di

costruire indici "sostenibili" che condizionino l'ingresso o la permanenza nell'indice al rispetto di determinati parametri ESG.

³⁴ Visto che sussiste, come già osservato, una vera e propria esigenza manifestata dal legislatore europeo affinché i gestori di attivi rendano trasparente il modo in cui intendono tener conto dei rischi legati ai fattori di sostenibilità nel loro processo di investimento.

³⁵ Anche i privati con maggiore sensibilità ambientale o sociale affidano i propri risparmi agli intermediari per conseguire un rendimento di mercato, senza il quale verrebbe meno la stessa causa del contratto di investimento in un prodotto finanziario. Resta ancora oggi vero, in altri termini, quanto osservava P. FERRO-LUZZI, (nt. 18), 194, e cioè che «l'interesse del cliente, comunque configurato, si identifica, consiste e si misura, invece, nel valore dell'investimento, valore che la gestione auspicabilmente aumenta». E v. anche, sul piano dell'inquadramento sistematico del fenomeno della gestione collettiva, G. FERRI jr, *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, 25, 85 s. ad avviso del quale l'interesse «comune» dei partecipanti al fondo «dovrà definirsi in termini di massimizzazione del valore del fondo espresso in termini soltanto monetari».

³⁶ Si è già notato come manchi una definizione condivisa di prodotto finanziario "sostenibile". Si può comunque stipulativamente intendere questa nozione nel senso fatto proprio dal SFDR e quindi come comprensiva sia della tipologia di prodotti finanziari che «promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali e sociali» (art. 8), sia la tipologia che ha «come obiettivo investimenti sostenibili» (art. 9). Cfr. sul punto G. STRAMPELLI, G. BALP, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, p. 14 del paper presentato al XIV Convegno annuale dell'Associazione «Orizzonti del diritto commerciale» sul tema "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale" svoltosi a Roma il 26-27 maggio 2023.

³⁷ V., ad es., S. HARBARTH, *Die Aktiengesellschaft im Wandel der Zeit zwischen Wirtschaftlichkeit und Geminwohl*, in *ZGR*, 2022, 533, 541 ss. secondo cui il problema di legittimazione indicato nel testo va scomposto in una dimensione *istituzionale*, nel senso che il potere di definire obiettivi

legittimazione democratica si pone, ad esempio, certamente anche nel caso in cui l'ordinamento rimetta agli amministratori di società quotate quel compito di selezione e di bilanciamento di obiettivi per la semplice ragione che esso è immanente a qualsiasi «politicizzazione» del diritto societario o del diritto del mercato finanziario³⁸.

Ma nel caso degli investitori istituzionali il problema è reso particolarmente acuto dalla forte concentrazione di ricchezza investita (e quindi di potere) nelle mani di poche grandi entità (le c.d. “*Big Three*”) che appaiono in grado di imporre determinate soluzioni ESG non solo agli emittenti di cui detengono i titoli ma anche agli investitori istituzionali di piccole e medie dimensioni³⁹.

Non sorprende pertanto che, soprattutto nella letteratura statunitense, si vengano formulando proposte per recuperare una qualche forma di legittimazione delle scelte che l'investitore istituzionale è chiamato a prendere sui temi legati alla sostenibilità e che vanno dall'opzione di limitare il diritto di voto dei fondi passivi⁴⁰

di interesse generale transita dal legislatore a soggetti privati, e in una dimensione *finanziaria*, nel senso che il potere dei privati di “scegliere” come distribuire le risorse tra vari centri di imputazione (nel caso degli amministratori, tra le varie società appartenenti al medesimo gruppo) consente anche di compensare l'eventuale reddito prodotto da alcuni di quei centri con le perdite sofferte dagli altri, con conseguente riduzione del gettito fiscale e sottrazione di risorse che lo Stato avrebbe potuto destinare alla realizzazione, appunto, di obiettivi ambientali, sociali o comunque di interesse generale (un problema, quest'ultimo, che evoca appunto una traslazione di *Verteilungsmacht* da un legislatore democraticamente eletto agli amministratori delle s.p.a.). Più in generale è la stessa conformazione “verticistica” dell'impresa, il cui esercizio assume l'esistenza di un «potere» (concernente l'organizzazione dei fattori produttivi), che rende imprescindibile costruirne la disciplina intorno alle categorie concettuali della «legittimazione», della «responsabilità» e della «trasparenza»: e v. già K. BALLERSTEDT, *Gesellschaftsrechtliche Probleme der Reform des GmbH-Rechts*, in *ZHR* 135 (1971), 383 ss.

³⁸ E v. M.C. JENSEN, (nt. 27), 300 («stakeholder theory politicises the corporation, and it leaves its managers empowered to exercise their own preferences in spending the firm's resources»). È appena il caso di precisare che il vocabolo “politicizzazione” viene qui inteso come riferimento alla scelta del legislatore di annettere a istituti giuridici il compito di realizzare scopi di politica ambientale e sociale: v. M.P. WELLER, N. BENZ, *Klimaschutz und Corporate Governance*, in *ZGR*, 2022, 563, 567 s. Inoltre, più è ampio l'obiettivo di interesse generale che il legislatore intende affidare a istituti del diritto privato, maggiore è l'adattamento normativo necessario per conseguirlo e quindi più profondo l'onere di giustificazione che grava su chi promuova quella funzionalizzazione (un conto è, ad es., creare le condizioni per assicurare anche alle donne eguali possibilità di accesso alle cariche dirigenziali e amministrative più elevate mediante l'introduzione di quote di genere, altro conto è prescrivere in varia misura alle s.p.a. il perseguimento di obiettivi ambientali o di giustizia ed equità sociale): v. infatti G. BACHMANN, (nt. 16), 173 ss.

³⁹ Soprattutto qualora l'*engagement* su materie ESG diventi un fattore rilevante per gli investitori retail al fine di valutare se acquistare o meno un determinato prodotto finanziario. Cfr. G. STRAMPELLI, G. BALP, (nt. 36), 21 («factual concentration of corporate power in the hands of a few larger universal owners»).

⁴⁰ Cfr. D. LUND, *The Case against Passive Shareholding Voting*, in 43 *J. Corp. L.* 493 (2018), specie 523 ss. Una valutazione (giustamente) critica di questa proposta si legge in G. STRAMPELLI,

a quella di rimetterne l'esercizio ai beneficiari finali (c.d. "pass-through")⁴¹ o comunque di contemplare quanto meno l'obbligo del gestore di introdurre meccanismi (blog, forum, criteri di profilazione del cliente in sede di prima instaurazione del rapporto di investimento, sistemi di AI, ecc.) che permettano al gestore istituzionale di intercettare e aggregare le preferenze ESG dei beneficiari finali e di orientare conseguentemente la propria politica di impegno⁴².

L'opzione coltivata dal legislatore europeo con il regolamento in materia di tassonomia, come si è osservato, è nel senso di imporre al gestore obblighi di trasparenza in ordine al grado di sostenibilità delle imprese in cui viene investito il patrimonio del fondo in modo da consentire al pubblico di selezionare i prodotti con le caratteristiche e le politiche di impegno più vicine alle proprie preferenze. Al pari delle proposte normative d'oltreoceano appena evocate, si tratta dunque di una impostazione che intende *ridurre la complessità del sistema* attraverso una mitigazione delle asimmetrie informative che affliggono il rapporto tra beneficiari finali e investitori istituzionali ma con la differenza che, nell'approccio europeo, quell'obiettivo è perseguito preconstituendo cataloghi dettagliati di prodotti "sostenibili" o "quasi-sostenibili", senza lasciare al gestore la discrezionalità, e quindi la flessibilità, di individuare il modo più idoneo per accertare in concreto le aspettative ESG della maggioranza dei clienti finali⁴³.

(nt. 4), 842; e in M. KAHAN, E. ROCK, (nt. 10), 1776 e 1792. E v. quanto osservavano sulle tesi "ostili" all'esercizio del diritto di voto da parte dei fondi V. ALLEGRI, *Il fondo comune come azionista: l'esercizio del diritto di voto*, in *Riv. soc.*, 1988, 790 ss.; e R. COSTI, (nt. 14), 322.

⁴¹ Per la descrizione del ragionamento sottostante a tale proposta e per una sua valutazione (giustamente) critica v. J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 5 e 38 ss., reperibile al seguente indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4360428. La debolezza del *pass-through voting* risiede nel fatto che esso è in grado di soddisfare il bisogno di legittimazione evocato nel testo (visto che il potere di voto su tematiche ESG sarebbe formalmente intestato ai titolari dell'interesse curato), ma il risultato concreto sarebbe quello di riproporre antichi problemi di *governance* della società quotata: per un verso, *l'apatia razionale del piccolo azionista* (che verrebbe anzi largamente accentuata rispetto al paradigma di Berle e Means in quanto l'investitore *retail* sarebbe chiamato a esercitare un voto informato non nelle assemblee di una singola società bensì in quelle di *tutte* le società del portafoglio); per altro verso, vi è il rischio di una pedissequa adesione alle proposte del *management* nel caso in cui il beneficiario finale sia un investitore istituzionale passivo (ad es., un fondo pensione) che potrebbe riproporre uno scenario non dissimile da quello che si delineava con il conferimento di deleghe in bianco alle banche presso le quali i titoli azionari erano depositati e che finivano con l'esercitarlo nel senso voluto dagli amministratori in carica (v., per tutti, G.E. COLOMBO, *In tema di azionariato popolare*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, I, 312, 314).

⁴² J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 40 ss.

⁴³ La conseguenza è una elevata analiticità regolamentare che non appare immediatamente intellegibile e che rischia pertanto di avere un effetto "deterrente" nei confronti degli investitori: v. C. KUMPAN, (nt. 19), 307.

5. Soci istituzionali e scelte di policy.

Dal discorso svolto si possono trarre alcune considerazioni finali di natura sistematica e di politica del diritto.

La prima osservazione da fare attiene alla sensazione che gli studi futuri in materia di “sostenibilità” dovranno prestare particolare attenzione al rapporto tra investitori finali/gestori di attivi e comunque una attenzione almeno pari (se non addirittura superiore a quella normalmente riservata) al rapporto tra soci istituzionali e amministratori⁴⁴.

Sul piano sistematico ciò vuol dire far transitare il baricentro della analisi dalla coppia concettuale «interesse dell’impresa»/«interesse dei soci» alla coppia concettuale «interesse degli Oicr gestiti»/«interesse dei relativi partecipanti»⁴⁵; vuol dire in particolare chiedersi se, interpretando il primo concetto («interesse dell’Oicr») in senso puramente finanziario, vi sia spazio per una equilibrata ricostruzione del secondo concetto («interesse dei quotisti») che consenta di dare ingresso nelle scelte di *engagement* della Sgr alle aspettative ESG dei partecipanti anche quando esse non si traducano in un incremento di valore del portafoglio (e purché, come si è più volte osservato in precedenza, non siano tali da pregiudicare una redditività «equa» dell’investimento nel fondo).

Una volta affermata l’esistenza di un obbligo dei gestori di tenere conto delle preferenze ESG dei quotisti nelle proprie scelte di impegno, si renderebbe inoltre necessario a livello di *policy* creare le condizioni affinché gli investitori istituzionali possano fungere da «cinghia di trasmissione» per segnalare alle società oggetto di investimento le preferenze ESG registrate a monte presso la platea dei beneficiari finali.

A questo proposito sono ipotizzabili diverse alternative.

Si potrebbe considerare, in primo luogo, un ampliamento degli spazi di ammissibilità del confronto extra-assembleare tra azionisti istituzionali e amministratori, almeno ove il dialogo consenta ai primi di evidenziare agli emittenti prassi in materia di sostenibilità che siano considerate all’avanguardia sui mercati internazionali⁴⁶.

⁴⁴ Cfr. quanto si osservava già in M. MAUGERI, «*Pluralismo*» e «*monismo*» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in questa *Rivista*, 3/2019, 644 s. E v. ora anche J.E. FISCH, J. SCHWARTZ, (nt. 22), 6 («The problem today is the agency costs between fund managers and their beneficiaries»).

⁴⁵ Coppia che trova del resto un testuale richiamo nell’art. 35-*decies*, primo comma, lett. a), T.U.F. a mente del quale «le Sgr, le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni «operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell’integrità del mercato».

⁴⁶ A una tale conclusione non osterebbe del resto il principio di eguale trattamento degli investitori: il divieto di comunicazione selettiva comminato dall’art. 10 MAR opera infatti solo in presenza di informazioni privilegiate e soffre comunque una eccezione qualora la comunicazione abbia luogo nell’interesse dell’emittente; secondo un orientamento consolidato della Corte di Giustizia, spetta agli ordinamenti nazionali stabilire le condizioni in presenza delle quali possa dirsi sussistente

Opportuno appare, inoltre, un intervento normativo che escluda dalla nozione di “concerto” i comportamenti collaborativi degli azionisti il cui obiettivo primario sia quello di promuovere condotte delle imprese ambientalmente e socialmente responsabili⁴⁷. L’utilità di un simile intervento è tanto maggiore quanto più si ritenga rilevante il ruolo svolto dai fondi “attivisti” nel selezionare e punire le imprese ambientalmente “insostenibili”: un ruolo, evidentemente, che essi potranno svolgere solo contando sul supporto degli investitori istituzionali passivi e dunque solo coltivando il ragionevole affidamento che tale forma di collaborazione non integri gli estremi dell’azione di concerto a fini o.p.a.

E si potrebbe, infine, immaginare una estensione delle occasioni di interpellare assembleare su materie attinenti alla sostenibilità, prevedendo il potere degli amministratori di sottoporre ai soci singole tematiche ESG e/o spingendosi a introdurre il diritto di minoranze qualificate di chiedere la convocazione assembleare o l’integrazione dei punti all’ordine del giorno per formulare proposte su tali tematiche (secondo il modello statunitense delle *shareholder proposals*), sino a contemplare un vero e proprio voto consultivo assembleare sulle politiche di sostenibilità dell’impresa (c.d. *Say-on-Climate*).

È prevedibile che soprattutto quest’ultima proposta assurga nel prossimo futuro a punto focale del dibattito sul «diritto societario della sostenibilità»⁴⁸. Senza prendere posizione in questa sede su un tema così ampio, può esser forse suffi-

quell’interesse (cfr. P.O. MÜLBERT, A. SAJNOVITS, *Emerging ESG-Driven Models of Shareholder Collaborative Engagement* (December 2022). ECGI - Law Working Paper No. 668/2022, 34, reperibile al seguente indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4297434). Sotto questo profilo, sarebbe immaginabile, ad esempio, che la CONSOB integri le proprie Q&A del 18 marzo 2021 in materia di informazione selettiva ai soci con un espresso riferimento all’ipotesi in cui lo scambio informativo avvenga nel quadro di un incontro tra amministratori e investitori istituzionali condotto nel rispetto della politica di dialogo approvata dal singolo emittente.

⁴⁷ La definizione di azione di concerto è infatti costruita – tanto a livello europeo (cfr. l’art. 2, par. 1, lett. d), della direttiva OPA n. 2004/25/CE del 21 aprile 2004) quanto a livello domestico (cfr. l’art. 101-bis, quarto comma, T.U.F.) – in termini talmente vaghi da richiedere all’interprete un rilevante sforzo ermeneutico per evitare che si trasformi in un potente disincentivo all’*engagement* collaborativo degli investitori istituzionali. Di ciò si è avveduta anche l’ESMA la quale non solo ha da tempo “cristallizzato” comportamenti dei soci di minoranza assistiti da una presunzione di assenza di concerto (è la c.d. «White List»: cfr. ESMA, *Public Statement – Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, ESMA/2014/677, 20 June 2014, come aggiornata nel gennaio 2019 e reperibile all’indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf) ma ha pure di recente programmato un intervento per assicurare che la nozione di concerto non impedisca agli istituzionali di cooperare in vista del perseguimento di comuni obiettivi di sostenibilità (cfr. ESMA, *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*, 10 febbraio 2022, 29, n. 5). Su questi temi v. M. MAUGERI, *Azione di concerto ed Engagement degli investitori istituzionali*, in corso di pubblicazione in *Riv. soc.*, 2023, fasc. n. 5-6.

⁴⁸ V., ad es., in senso favorevole all’introduzione di un *Say-on-Climate*, F. DRINHAUSEN, *Weiterer Reformbedarf im Aktienrecht – Mehr Aktionärsdemokratie wagen*, in *ZHR*, 186 (2022), 201, 211 s.; in senso contrario, G. BACHMANN, (nt. 16), 204 s.

ciente sottolineare come, se è vero che l'elaborazione delle politiche di sostenibilità e degli assetti organizzativi necessari per una loro compiuta attuazione rientra tipicamente nell'ambito delle competenze dell'organo amministrativo, trattandosi di decisione riguardante le modalità di organizzazione dell'attività d'impresa⁴⁹, altrettanto vero è che una competenza assembleare al riguardo risulta meno eterodossa di quanto possa sembrare a prima vista, se si considera che essa presenterebbe assonanze con il voto assembleare sulle politiche di remunerazione⁵⁰ e che l'adozione di misure organizzative volte ad accrescere la sostenibilità ambientale potrebbe aumentare i costi fissi dell'impresa: plausibile appare allora rimettere ai soci una valutazione di tali politiche, soprattutto quando siano suscettibili di incidere in modo significativo sulla redditività dell'investimento⁵¹.

Del resto, se una delle funzioni principali ascrivibili al diritto di voto consiste nell'aggregare le preferenze dei soggetti che più hanno interesse a un esito efficiente della deliberazione⁵² e se si è disposti ancora oggi a tener fermo l'assunto secondo cui, nella società per azioni, quei soggetti vanno identificati con i soci, è necessario ammettere anche la possibilità logica che essi siano disposti a sacrificare una quota di profitti a vantaggio del conseguimento di obiettivi di tutela dell'ambiente o di lotta alle disuguaglianze sociali: il che crea spazio per un ampliamento delle competenze assembleari come sistema migliore per accertare tali preferenze⁵³.

⁴⁹ V. sul punto P.M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 993 ss., specie 1008 ss.

⁵⁰ Assonanze che si fanno ancora più evidenti quando parte della remunerazione variabile degli amministratori esecutivi sia ancorata al rispetto di parametri ESG: v. sul punto M. MAUGERI, M. POMPILI, *I compensi degli amministratori*, in *Trattato delle Società*, diretto da V. DONATIVI, II, Torino, Utet, 2022, 1866, 1884 s.

⁵¹ Non va probabilmente sopravvalutato neppure il rischio di conflittualità legato all'introduzione del *Say-on-climate*. È vero che la previsione di nuove «fattispecie» deliberative introduce corrispondenti margini di impugnazione (almeno qualora si ritenga, come appare preferibile, che anche le deliberazioni consultive siano impugnabili: M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, 143, 158). È anche vero però che le concrete possibilità di ottenere l'annullamento di una delibera che approvi (respinga) una politica di sostenibilità particolarmente costosa a detrimento (vantaggio) dell'interesse all'utile degli azionisti sarebbero confinate alle limitate ipotesi in cui l'attore riesca a dimostrare che la delibera è "intenzionalmente" diretta a penalizzare l'aspettativa di rendimento della minoranza (secondo lo schema classico dell'abuso del diritto/eccesso di potere) o, nel caso di voto negativo sulla politica, a scaricare in modo "irragionevole" su un determinato gruppo di *stakeholders* le esternalità negative derivanti dall'attività sociale: una prova, dunque, che non appare agevole fornire.

⁵² Cfr. ampiamente, sul punto, G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, in 30 *Cardozo L. Rev.* 445 (2008), specie 463 ss.

⁵³ Sul ruolo cruciale dell'assemblea virtuale per il successo dello "stakeholderism" e l'attuazione delle politiche di sostenibilità, cfr. Y. NILI, M.W. SHANER, *Virtual Annual Meetings: A Path Toward Shareholder Democracy and Stakeholder Engagement*, in 63 *Boston College L. Rev.* 123 (2022), specie 183 s. e 187 (sottolineando come il ricorso alla tecnologia consenta una più ampia partecipazione anche degli azionisti *retail*).

Consumer welfare as antitrust standard: a primer

Il benessere del consumatore come parametro antitrust: un viatico

Cristoforo Osti *

ABSTRACT:

The sole purpose of the paper is to provide a description of the consumer welfare (“CW”) standard and its evolution in the context of competition law.

I begin with the definition of CW and by pointing out how the now evident issues of the Chicago school approach have relatively little to do with a (correct) application of this parameter. The document moves then to recall the unresolved and significant issues that characterise this parameter: some of a theoretical nature, such as the use of wealth instead of welfare, others relating to the problems in assessing innovation, quality, market dynamism, the oligopolistic context and, in general, its ignoring goals other than purely economic ones.

The paper then examines the alternative standards proposed from time to time (and currently with greater force), such as those based on pluralism, the competitive process, ‘bigness’, the political content of antitrust, the protection of small companies, and fairness.

The conclusion highlights the significant problems arising from these alternative parameters, starting with their inconsistency with one another, and their complexity.

Lo scritto si pone il fine esclusivo di fornire una descrizione del parametro del benessere del consumatore (“BC”) nel contesto del diritto della concorrenza.

Si muove dalla definizione di BC e si evidenzia come i problemi ormai evidenti dell’approccio tipico della scuola di Chicago abbiano relativamente poco a che fare con una (corretta) applicazione di tale parametro. Si passa poi a ricordare le questioni irrisolte e non da poco che caratterizzano l’applicazione di questo parametro: alcuni di tipo squisitamente teorico, come il riferimento alla ricchezza piuttosto che al benessere, altri relativi alla difficile utilizzazione di questo strumento nel valutare l’innovazione, la qualità, il dinamismo del mercato, la scarsa adattabilità al contesto oligopolistico e, in generale, il suo ignorare qualsiasi fine diverso da quelli puramente economici.

Si esaminano poi i parametri alternativi via via proposti (oggi con particolare forza), quali quelli fondati sul pluralismo, sul processo concorrenziale, sulle dimensioni delle imprese, sul contenuto politico del diritto concorrenziale, sulla tutela delle piccole imprese, sull’equità.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università del Salento; e-mail: cristoforo.osti@unisalento.it.

E si conclude evidenziando i problemi non piccoli che emergono da tali parametri alternativi, a cominciare dalla loro incoerenza reciproca e dalla loro complessità.

TABLE OF CONTENTS:

1. Introduction. – 2. Is consumer welfare the defining issue in the Chicago-school based anti-trust overhaul? – 3. The consumer welfare standard has issues. – 4. Alternative standards. – 5. Issues with the alternative standards.

1. Introduction.

Antitrust is a peculiarly vague and case-dependent branch of the law: while it is supposed to be all about the restriction of competition, not everyone agrees even on what competition or restriction really mean in the antitrust context. The attempt by courts to overcome the problem by forging legal concepts such as ‘competition on the merits’, or ‘competition based on performance’ or (in the negative) ‘means other than those characterizing *normal* competition’ at times appear to add vagueness to vagueness.

This is why one can in a way sympathize with the effort to create a standard, a North Star, showing the way on the uncertain path of antitrust enforcement. Let us begin to say that, for a while, at least, courts, agencies, lawyers and economists alike, have believed to have found such lead in the so-called consumer welfare standard (from now on: CWS, and CW for ‘consumer welfare’). We will not delve, for lack of space, in the controversy of what exactly CW is (definitely, however, it is not *total* welfare, Bork’s slight of hand). Let us just say that at one point even the US Supreme court started referring to it, and it has not ceased doing so ever since¹.

A convincing definition runs as follows: CW is about *keeping output as high as possible, so that prices will remain low*². Essentially, CW, if interpreted rightly (and literally), is about putting the emphasis on the consumer (whether the final or the intermediate one is yet another issue, to be left for another day).

In the European Union, the CWS has only very recently been accepted explicitly by the courts (and, in particular, the Court of Justice): *see, Servizio*

¹ Starting from *Reiter v. Sonotone Corp.*, 442 U.S. 330, 343 (1979) (quoting Robert Bork, *The Antitrust Paradox* (1978), 66: “Congress designed the Sherman Act as a consumer welfare prescription.”).

² C. SHAPIRO, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day One*, accessible at <https://www.youtube.com/watch?v=qXGipgazA7cStiglerI/8hr>.

Elettrico Nazionale, where it is stated that the protection of the consumer is the goal of competition law, although the Court adds its reference to the *competitive process* – which in some ways may appear to be an *alternative* standard to the CWS. The court avoids, however, going all the way to the concept expressed in the same case by AG Rantos, i.e., that the competitive process is relevant only in so far as it ensures the CW goal³. Adding to CW, not only a reference to the competitive process, as said, but also, the mention of competition on the merits.

It would also be interesting to consider what a ‘standard’ is. Here, it has been said that standards are related to the *goals* of a given field of law. The standard of competition law should design the *way to achieve, in our case, the goals* of competition policy⁴.

2. *Is consumer welfare the defining issue in the Chicago-school based anti-trust overhaul?*

Most of the massive criticism levied against the so-called Chicago-school inspired enforcement of antitrust, has very little to do with the CWS, and even less with its specific implementation in the antitrust world. What alienates from that school of thought, in fact, is not so much its recourse to CW, as the many *undemonstrated and ideologically motivated assumptions* on which it has based its antitrust (under-)enforcement. We are referring here to the fact that⁵:

A. *Efficiencies* surface everywhere, and are *assumed*; this is particularly true for mergers;

B. It is believed that innovation and its reward need size and supra-competitive pricing. The ‘manifest’ of this is Scalia’s *Trinko* opinion: the assumption that big-ness is the outcome of superior acumen and thwarting it disincentivizes innovation – which in many ways seems to target the meaning itself of a competition law system;

C. As a consequence: antitrust is asked to stay away from excessive pricing and other exploitative abuses;

³ A. KOMNINOS, *Consumer Welfare’ and the EU Courts: An Unexpected Refuge for a Persecuted Concept?*, in *Antitrust and the Bounds of Power – 25 Years On*, ed. by O. ANDRIYCHUK, Oxford, Hart Publishing, 2023, 73 et. seq.

⁴ C. SHAPIRO, *The Consumer Welfare Standard in Antitrust: Outdated, or a Harbor in a Sea of Doubt?*, *Opening Statement, Senate Judiciary Committee Subcommittee on Antitrust, Consumer Protection and Consumer Rights*, 2017, available at <http://faculty.haas.berkeley.edu/shapiro/antitrustpopulism.pdf>.

⁵ I cannot find a shorter way to buttress all this with a footnote than citing my *Antitrust: A Heilmlich Manoeuvre*, in 11 *Eur. Competition J.*, 2015, 221.

- D. *Vertical restraints, including mergers*, are almost always efficiency-driven;
- E. Conglomerate mergers cannot almost ever be harmful;
- F. Leverage never happens;
- G. Monopsony merits very little attention, including the correlated labor issues;
- H. Predation does not exist or, if it does, in the end it benefits consumers;
- I. Oligopolistic collusion does not exist or is best left alone;
- J. Acquisitions of start-up companies, no matter how promising and innovative, are ignored;
- K. Issues in interlocking and minority shareholdings are ignored;
- L. The fear of ‘false positives’ is all over, and begets under-enforcement;
- M. There is a strong bias against the recourse to structural remedies.

This is what, really, almost killed antitrust. Not the CWS.

3. *The consumer welfare standard has issues.*

Having said this, the CWS has its own issues, and not insignificant ones:

A. To begin with, the CWS focuses on ‘wealth’, and not welfare; in other words, wealth is only a substitute, often times, a poor one: this means that CW should consider “important issues that affect human well-being that can be influenced by antitrust policy. When there is sufficient social science evidence that these concerns indeed are key components of human welfare, and can be affected by antitrust policy, then they should be considered, along with the CWS concerns of price, innovation, and choice”⁶; while this already introduces the topic of ‘alternative’ standards, the point to take home here is that the whole theory is based on an idea (that antitrust should maximize welfare), except that properly-so-called welfare cannot be measured and we have to replace it with wealth;

B. Typically, CW tries to assess the impact on Marshallian demand, a criterion that is subject to some criticism in modern welfare economics⁷;

C. The CWS assumes marginal utility is constant even between people who have a very different level of wealth⁸;

D. It ignores loss on the input side even when efficiencies exist⁹;

⁶ M. GLICK, G.A. LOZADA, D. BUSH, *Why Economists Should Support Populist Antitrust Goals*, Institute for New Economic Thinking, Working Paper No. 195, December 6th, 2022.

⁷ F. LANCIERI, T. VALLETTI, *Structuring a Structural Presumption for Merger Review*, in *Promarket*, 2023, available at <https://www.promarket.org/2023/04/14/structuring-a-structural-presumption-for-merger-review/>.

⁸ M. GLICK, G.A. LOZADA, D. BUSH, (fn. 6), 12 *et seq.*

E. It ignores the relevance of innovation and productivity¹⁰ and, in general, the dynamics of competition, as it is strictly based on a static pricing model; the attempt to tackle this with the idea of innovation markets did not go very far because of the high enforcement and adjudication hurdles, and general opposition¹¹. This, by the way, is one of the most serious loopholes in the CWS, one which cannot lightly be either cured or tolerated;

F. Ignores ‘quality’, which was part of the original CW concept (where price was ‘quality-adjusted’);

G. Does not consider the relationship between growth and democracy, based on inclusiveness¹²;

H. Ignores consumer manipulation and foreclosure; in general, consumer welfare is difficult to apply to exploitative abuses: as shown rather eloquently by the fact that, on the wings of its ‘more economic approach’, the Commission decided to not tackle exploitative abuses in its Article 102 ‘enforcement priorities’ document¹³;

I. Doesn’t tackle well oligopolies, which may be at the basis of much non-competitive market performance¹⁴;

J. Does not solve the issue of *who* consumers are, e.g., whether they should represent only ultimate consumers, or any customers, in general¹⁵;

K. In its graphic representation, is normally based on Williamson’s “deadweight loss” diagram, which was not meant to be a representation of CW, but rather of efficiencies: Williamson considered in fact the trade-off model as ‘naïf’ and included a number of qualifications, including that Congress had in mind not only margin but corporate power, distribution of wealth, social ‘discontent’, etc.¹⁶;

L. The CWS, and its correlated evidentiary apparatus, has become hospitable to increasingly complex economic models, and has sanctioned the use of a barrage of economic consultants. It has, in other words, become too complex, too dif-

⁹ *Ivi*, 20 s.

¹⁰ But C. SYVERSON, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day One*, (fn. 2): this mainly depends on technology, which is unaffected by antitrust.

¹¹ F. LANCIERI, T. VALLETTI, (fn. 7).

¹² M. GLICK, G.A. LOZADA, D. BUSH, (fn. 6), 38.

¹³ Communication from the Commission - Guidance on the Commission’s enforcement priorities in applying Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings.

¹⁴ On which, *infra*.

¹⁵ C. SHAPIRO, (fn. 2).

¹⁶ E. POSNER, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day Two*, <https://www.youtube.com/watch?v=Jseghmv8ZdE>.

difficult, too uncertain, and too expensive to administer¹⁷. This makes actually anti-trust liability fairly unpredictable (in a world where predictability should be one of the real strengths of the CWS) and more in general may create a democracy deficit, as the general public does not understand why antitrust is enforced in certain situations and, more frequently, why it is not. Antitrust is, in the end, left to a small group of super-experts and has become very difficult for everyone else to follow¹⁸.

Friends of the CWS reply that, while pricing is obviously the easiest variable, there is no need to focus exclusively on it, and in fact antitrust history is full of different parameters, including barriers to entry¹⁹, quality²⁰, and innovation²¹. The issue being that data have to be *observable, measurable, and predictable*; and pricing is the aptest parameter in that regard²²; as a cure, furthermore, one could just make a greater recourse to *per se* rules²³. In any event, these authors maintain, this is not the only area of law that requires expert knowledge (think, e.g., tax, environmental law, etc.). Not to mention, CW is often applied by generalist judges, and has been for quite a while, which makes clear that it does not need such a complex expertise. And it is in any case much easier to use it rather than a number of alternative hodge-podge standards. Also, the indeterminacy problem is overstated, at the end of the day business people know when they are stranding²⁴;

In general, some believe that the CWS should be broadened, and extended beyond purely economic goals, by considering a number of alternative and additional addressees for antitrust protection, such as citizens in general (rather than consumers only), including workers, suppliers, small entrepreneurs, that a specific weight should be given to disruptive innovations, and issues of privacy and socie-

¹⁷ T. WU, *The Consumer Welfare Standard is Too Tainted*, in *Promarket*, 2023, available at <https://www.promarket.org/2023/04/19/the-consumer-welfare-standard-is-too-tainted/>; E. ELHAUGE, *Should The Competitive Process Test Replace The Consumer Welfare Standard?*, in *Promarket*, 2022, available at <https://www.promarket.org/2022/05/24/should-the-competitive-process-test-replace-the-consumer-welfare-standard/>.

¹⁸ F. LANCIERI, T. VALLETTI, (fn. 7); OECD, *The Consumer Welfare Standard - Advantages and Disadvantages Compared to Alternative Standards*, OECD Competition Policy Roundtable Background Note, 2023, available at www.oecd.org/daf/competition/consumer-welfare-standard-advantages-and-disadvantages-to-alternative-standards-2023.pdf, 27.

¹⁹ *United States v. Alcoa*, 148 F.2d 416 (2d Cir. 1945).

²⁰ *Aspen Skiing Co. v. Aspen Highlands Skiing Corp.*, 472 U.S. 585 (1985).

²¹ *United States of America v. Microsoft Corporation*, 253 F.3d 34 (D.C. Cir. 2001).

²² OECD, (fn. 18).

²³ A.D. MELAMED, N. PETIT, *Before "After Consumer Welfare", a Response to Professor Wu*, in *Competition Policy International*, July 2018, 4.

²⁴ A.D. MELAMED, N. PETIT, (fn. 23), 6 *et seq.*

tal values should be considered²⁵. This will be considered right away, moving to the issue of *alternative* standards.

4. *Alternative standards.*

Numerous standards, alternative to CWS, have been proposed from time to time. In general, the basic difference is between those who continue to take a purely economic approach, but aim at increasing the credibility of the CWS, and those who (either by giving it up altogether, or by complementing it with different values) wish to expand it in the direction of ‘non-market’ values, such as democracy, the environment, the protection of suppliers or workers or small business. In line with what we considered above, i.e., that different standards are designed to achieve different goals, some of the alternatives represent properly-so-called standards, while others can be more precisely defined as *alternative* interpretations favored for the pursuit of different goals, i.e., goals other than consumer welfare. Others, finally, do more properly fall in the category of modified, rather than alternative, standards.

A selection of the most interesting alternative standards proposed so far includes:

A. The ‘Reasonable Competitive Conduct (RCC) Standard, proposed by Steven Salop²⁶. This represents a twist in the CWS, which aims more directly at ‘powerful, dominating’ firms, as well as at the protection of smaller firms and consumers. More specifically, it proposes to do this is by (1) avoiding balancing, particularly when this means sacrificing (in the name of efficiency) the interest of the ‘protected’ categories, such as workers and small firms; (2) asserting more interventionist standards (mainly by way of *per se* rules, or through presumptions, including by raising and lowering, depending on where appropriate, the relevant burden of proof) towards exclusionary practices (e.g., by using Raising Rivals’ Costs analysis, scrutinizing more accurately exclusivity, etc.), and mergers (e.g., lower HHI thresholds), and by creating an antitrust exception to allow consumers or smaller firms to band together in order to acquire bargaining power *vis-à-vis* more powerful firms;

B. A number of standards, or goals, which aim at controlling the structure of the market, the size of firms, the political clout of firms, or more straightforward-

²⁵ I. LIANOS, *The Poverty of Competition Law: The Short Story*, in *Reconciling Efficiency and Equity: A Global Challenge for Competition Policy (Global Competition Law and Economics Policy)*, ed. by D. GERARD, I. LIANOS, Cambridge University Press, 2019.

²⁶ S. SALOP, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day Two*, (fn. 16); see also E.M. FOX, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day One*, (fn. 2).

ly to protect or achieve some form of structural ‘pluralism’ with both, in a way, market and political implications, such as:

1. A focus on *process and structure*²⁷: though critics of such choice highlight that the content of such standard is not always very clear, nor is its difference with the traditional CWS²⁸. This theory is well known and accepted by the Court of Justice: there, it is often raised for countering the unrestrained Chicago-school argument (that *only final consumers count* and neither size nor the survival of competitors do), mainly in the sense that you have to consider competitors too, as without them, at least in the end, competition would not exist and even consumers would be worse off; in short, there is no competition without a ‘competitive structure’.

In the recent and provisional 102 Guidelines *amendment*, e.g., the Commission, citing *Unilever*, considers: “In this document the term ‘anti-competitive foreclosure’ is used to describe a situation where the conduct of the dominant undertaking adversely impacts an *effective competitive structure*”. This is somewhat attenuated by the ‘As Efficient Competitor’ rule: competitors count but only if they are as efficient; which has its own problems (e.g., if by foreclosure the dominant firm prevents them from attaining the optimal size). However, the 102 Guidelines amendment relaxes this latter test as well²⁹.

Irrespective of the Chicago idiosyncrasies, it remains true at the end, that the concept of ‘process’ or ‘structure’ is as *undefined as the one of ‘competition’*, and becomes difficult to apply if the underlying idea is that no firm should ever harm its competitors³⁰. One critical area is of course the one of mergers³¹?

In any event, the issue of harm to the competitive structure by and large overlaps with the one of ‘bigness’³².

2. *Bigness* (as in: *The curse of bigness*): An antitrust focusing on ‘bigness’

²⁷ E.M. FOX, *Against Goals*, in 81 *Fordham L. Rev.*, 2013, 2157; T. WU, (fn. 17).

²⁸ A.D. MELAMED, N. PETIT, (fn. 23), 8.

²⁹ Communication from the Commission: Amendments to the Communication from the Commission Guidance on the Commission’s enforcement priorities in applying Article 82 of the EC Treaty to abusive exclusionary conduct by dominant undertakings.

³⁰ H. HOVENKAMP, F. SCOTT MORTON, *The Life of Antitrust’s Consumer Welfare Model*, in *Pro-market*, 2023, available at <https://www.promarket.org/2023/04/10/the-life-of-antitrusts-consumer-welfare-model/>, who also give examples of how the standard can be used with opposite results.

³¹ E. ELHAUGE, (fn. 17), makes the 100 plumbers to 99 plumbers restriction example.

³² D. BIGGAR, A. HEIMLER, *Is Protecting Sunk Investments an Economic Rationale for Antitrust Law?*, in 9(2) *J. of Antitrust Enforcement*, 2020: competitive process is the means, not the end. How would you decide a number of cases (which the author describes) purely upon a ‘protecting the competitive process’ principle?

would meet considerable enforcement hurdles: first of all, market power *does not strictly relate to size*: a firm can have power over price even with a minuscule size: this, is by the way, at least part of the idea behind such recent phenomenon as the revival of ‘below threshold’ Article 22 merger notification and the whole theory of ‘killer acquisitions’³³. In general, market power depends on the product, not the firm; *and*, it depends on the market, not the bigness of the firm³⁴.

Also, it is often objectively difficult to distinguish between *exclusionary* growth and growth *on the merits*. In a neo-Brandeisian world (where the protection of small business is the main concern and an increase of price which is caused by the protection of small firms is even considered a good thing) we would protect small firms and stifle the larger, no matter how innovative, ones.

Concerning the *relationship between size and innovation* it needs to be pointed out that size itself is indeed often the product of innovation and of changes in technology³⁵. This is particularly true in the new advanced markets, where variable costs are often negligible.

On the other hand, at one point even Oliver Williamson³⁶ commented that maybe the Government could pick the top 100 companies and should just not allow them to merge at all. In general, big corporations are disliked by constituencies. This is not because of their presumed power over price but because they are supposed to hurt anyone who is not their customer. Skepticism towards corporate power is one of the main driving forces of antitrust law as adopted³⁷.

Needless to say, however, a vision of antitrust as devoted to contrast ‘bigness’ (which, at the end, is a rather fair description of the ‘neo-Brandeisian’ school of antitrust) is ridden with *enforcement issues*. If you manage a company which holds a significant market share, and you know *ex ante* that you cannot overstep 30%, what do you do? You reach, say, 28% and then you stop selling. The practical outcome is the following: competition is stifled as basically there will remain a cartel of quiet competitors where each one tries not to hurt the remainder too much; and if consumers still prefer the bigger company (e.g., because its services are of a better quality) they will either have to queue for weeks or the firm in question will raise its price and prices will spike in general.

³³ Communication from the Commission: Commission Guidance on the application of the referral mechanism set out in Article 22 of the Merger Regulation to certain categories of cases.

³⁴ H. HOVENKAMP, F. SCOTT MORTON, (fn. 30).

³⁵ H. J. HOVENKAMP, *Is Antitrust’s Consumer Welfare Principle Imperiled?*, in *Penn Law: Legal Scholarship Repository*, 2019.

³⁶ Mentioned by E. POSNER, (fn. 16).

³⁷ *Ibidem*.

One should also wonder if this is ‘*democratic*’, i.e., if consumers (who in the end are those who create bigness) would prefer an atomized market with high prices and possibly lower quality to larger firms offering lower prices; not to mention that if they should not want to go to the major firms and keep favoring the corner store instead, they would be free to do so³⁸.

3. A focus on structure and on bigness is not too far from recognizing the relevance of the so-called ‘*political content*’ of antitrust. Both US and EU antitrust laws have a long political tradition which re-surfaces from time to time, when the issue of antitrust goals is explored.

While the existence of such background cannot be disputed, the fact remains that the idea that antitrust, by limiting the market power of certain prominent companies, would contain their political leverage and save the proper functioning of the democratic system, does not seem to properly consider that, on one hand, the link between the market presence of a firm and its ability to tamper with the political system, is far from straightforward (according to certain recent studies, there is no clear correlation between market concentration and political financing as well as lobbying activities, while others maintain just the opposite³⁹) and that, on the other, there are clearly legal ways which are both more effective and much more precisely targeting the containment of such ‘political issues’.

Such are certainly the laws regarding the financing of political parties and political activities in general, as well as those regulating lobbying. The same is true of the laws protecting media pluralism, as well as the targeted use of tax law. One should ponder if the reason why antitrust is invoked to perform such a straightforward political function does not have something to do with the fact that the laws which are precisely meant to do this are very far from fulfilling their function. Which does not imply however that antitrust could so easily replace them, and do so efficiently. One should also wonder whether antitrust agencies would be the best placed to perform that function, considering that they maintain various formal and informal links to the political system which, i.a., selects and appoints their executive personnel.

4. A further alternative goal attributed to competition laws, closely related to the ones just considered, is the one of ‘*pluralism*’, otherwise referred to as ‘*plurality*’⁴⁰.

³⁸ H. J. HOVENKAMP, (fn. 35), who points to the US *e-books* case to point to what could go seriously wrong in the antitrust world if the neo-Brandeisian approach should be adopted.

³⁹ But, N. McCARTY, S. SHAHSHAHANI, *Economic Concentration and Political Advocacy*, 1999-2017, available at <https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/Sepchr%20Shahshahani%20Paper%20Final.pdf>, finds no clear correlation between size/concentration and spending in lobbying; but other studies point to the opposite direction, see OECD, (fn. 18), 26.

⁴⁰ See the comment by E. POSNER (fn. 16): would you say that a two-to-one merger which does

In the US, by way of example, the D.C. federal court has recently ruled against the Shuster merger, opining that:

The proposed merger would have reduced competition, decreased author compensation, diminished the breadth, depth, and diversity of our stories and ideas, and ultimately *impoverished our democracy*⁴¹.

In the EU context one could go to the *Google Android* General Court's judgment, where the Court considers that:

Google's abusive practices had the effect [...] of depriving competitors of the possibility of offering, without hindrance, alternatives to the general search service Google Search to those users wishing to use them [...]. Thus, in general terms, those practices were detrimental to the interest of consumers in having more than one source for obtaining information on the internet. Accordingly, in more concrete terms, those practices also restricted the development of search services directed at those segments of consumers that attached particular value to, inter alia, the protection of privacy or specific linguistic features within the EEA. Such interests were not only consistent with competition on the merits, in that they encouraged innovation for the benefit of consumers, but were also necessary in order to ensure plurality in a democratic society⁴².

This passage, which groups together properly-so-called plurality, its 'political' aspect (plurality "in a democratic society"), and 'choice' (the "interest of consumers in having more than one source"), has been echoed in a speech by Commissioner Vestager, approvingly quoted in the Commission's Article 102 policy brief⁴³. In such speech, Ms. Vestager affirms that:

EU competition policy is able to pursue multiple goals, such as fairness and level-playing field, market integration, preserving competitive processes, consumer welfare, efficiency and innovation, and ultimately plurality and democracy⁴⁴.

Now, antitrust law has for a while showed this worrying tendency where, in

not give the resulting monopoly the ability to raise prices should be cleared on the basis of the CWS? The answer is 'no, because it eliminates *competition*'.

⁴¹ U.S. District of Columbia, *U.S. v Bertelsman et alii*, Case 1:21-cv-02886-FYP, delivered on October 31, 2022.

⁴² Judgment of the General Court of 14 September 2022, T-604/18, *Google Android*, § 1028.

⁴³ Competition policy brief, Issue 1, March 2023: a dynamic and workable effects-based approach to abuse of dominance.

⁴⁴ M. VESTAGER, 'A Principles Based approach to Competition Policy' (Keynote at the *Competition Law Tuesdays*, 25 October 2022, available at [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-037-3818?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-037-3818?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true)).

order to preserve the centrality of the CWS, this has been progressively expanded to include, besides price and output, i.e., the only ingredients of the CWS as originally articulated, goals such as innovation or quality, which are not only distinct but also often incompatible with the original ones: a higher quality good or service, or a more innovative one, that is, will also often if not always be characterized by a higher price. Also, there is no CWS parameter which could enable an agency or court to decide between the two (or three). When, however, to the already full plate, other goals are added on, such as ‘fairness’, ‘level-playing field’ (in so far as this is not already intrinsic in the concept of fairness), preserving the competitive process, and, ‘ultimately’ (whatever this should mean: is the idea that this is a catch-all for all of the previous values, or that it is one value which goes beyond the rest of them?) plurality and democracy, one is left with but two options: either CW remains the one we know (i.e., higher output and lower prices) and the additional values are for declamatory purposes only (*ad pompam*, as it were) or, if they are to be considered in the measurement and application of the CWS, it is difficult to see how such a standard could take so many disparate goals into consideration. And there is obviously a further issue, i.e., that the agencies and courts would be given unlimited discretion.

One should also point out that, while it is true that a standard is qualified by its ability to achieve certain goals, there is still an essential difference, including in the language, between a goal and a standard: and, while CW can be uncontroversially defined as a goal which is set to a standard, there is no antitrust standard that we know of which has been found to achieve, say, democracy, plurality, or fairness⁴⁵.

One way to solve the problem would obviously be to identify a ‘ranking’ among the different competition law goals (or standards). This ranking could perhaps be found *in nuce* in Article 101.3, which, after all, is about the *disapplication* of the competition law prohibition. Same holds true for Article 106.2. The Court of Justice has also exhibited a certain amount of inventiveness when deciding whether to save a given ‘value’, by unilaterally deciding to suspend competition law provisions. This has happened in a number of cases concerning sport (where, basically, certain rules of ‘fairness’, typical of sport activities, have been considered preponderant vis-à-vis a straight-on application of Articles 101 or 102)⁴⁶, or

⁴⁵ On democracy as a goal, see M. GLICK, G.A. LOZADA, D. BUSH, (fn. 6), 10: the authors cite the studies by Frey, which prove that people who live in democracies are on average happier than those who do not: in this sense, one could say that democracy really contributes to *welfare*, rather than merely *wealth*.

⁴⁶ In a similar spirit, P.C. MAVROIDIS, D.J. NEVEN, *Eyes on the Ball. The Super-League Litigation before the CJEU*, 2023, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4461465> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4461465>.

regarding the liberal professions⁴⁷, or the workings of labor union bargaining⁴⁸. This, however, has all happened in too a sporadic and case-by-case fashion, to enable us to imagine a hierarchy of values, even assuming that such development of competition law should be imitated in other instances.

Another version of this particular range of antitrust goals, is the one which identifies the goal of antitrust in a generic 'Freedom from Domination', i.e., a general hostility towards economic concentration, in so far as this can transform itself into a factor of economic and social oppression⁴⁹.

Obviously, getting the metrics or these specific goals is far from easy. The issues are similar to the ones which characterize the implementation of the goals regarding the competitive process, bigness or, in general, political content. It is perhaps not a coincidence if, in her 80-page long opinion in the Penguin Random House/Simon & Shuster merger case, judge Pan refers to but then never even attempts to *quantify* the loss in 'democracy': her review is based exclusively on traditional antitrust doctrines such as concentration, unilateral effects, coordinated effects, monopsony, efficiencies, etc.

5. On (1) through (4), it should also be considered that:

(i) Consumer welfare *stricto sensu* has *some political content* anyway, as it at least favors redistribution from suppliers to consumers;

(ii) This applies to all '*under-enforced*' areas considered, merger control to begin with, which can be an effective way to keep in check size⁵⁰; this is also true for any potential consequences, through de-concentration, on the protection of democracy⁵¹;

(iii) Many of the above considerations could perhaps be addressed more directly by focusing more precisely (rather than inventing new antitrust standards) on the already available *remedies*, such as:

(a) 'incorporating' *democratic values* in antitrust analysis and decisional practice; e.g.: to tackle fake news or social network disinformation, sometimes a specific standard could be added. A solution of such kind has been attempted in Austria for the purpose of achieving a more targeted control of mergers in the media sector: in such case, specific elements are included in the law, such as providing for lower turnover thresholds, modifying the amount of information to be provid-

⁴⁷ Judgment of the Court of 19 February 2002, case C-309/99, *Wouters*.

⁴⁸ Judgment of the Court of 21 September 1999, case C-67/96, *Albany*.

⁴⁹ L. HINRICH, *Freedom from Domination: A Revival of Antitrust Law and the Will to Choose Democracy*, in *The Flaw*, September 6, 2022, available at <https://theflaw.org/articles/freedom-from-domination-a-revival-of-antitrust-law-and-the-will-to-choose-democracy/>.

⁵⁰ In this sense, T. WU, (fn. 17).

⁵¹ D.A. CRANE, *Antitrust as an Instrument of Democracy*, in 72 *Duke L. J. Online*, 2022.

ed upon filing, and taking into account ‘media pluralism’, when assessing the competitive impact of the merger.

In some other situations, self-preferencing can be explicitly considered relevant, as when a given conduct, which is to be considered anti-democratic goes to the benefit of the platform (this is the ‘Twitter’ dilemma, where disinformation and raising tones, also of the aggressively anti-democratic kind, actually contributes to the profits of the platform). In yet other situations the standard of quality degradation could be used (in itself already accessible within the traditional CWS): this could in particular be the case of fake news or disinformation.

In the end, however, even the Author who puts forward such ‘solutions’, does not propose specific interventions (although the Austrian legislation seems to be convincing, for a limited scope at least), and limits herself to advocate an ‘interdisciplinary’ (e.g., with behavioral economics, political science, etc.) analysis⁵². Other authors are much less optimistic and believe that this inoculation of democratic ‘values’ into the tissue of antitrust laws would simply bring the level of indeterminacy and unpredictability to new and unacceptable heights⁵³;

(b) In general, several jurisdictions exist, which explicitly incorporate in their competition laws *non-economic, non-competition related values*: the best known examples being South Africa, Canada, and Japan⁵⁴;

(c) straight-out *prohibitions* could maybe also be an option sometimes, e.g., beyond certain market share thresholds or concerning some given conduct; this was the Hart Bill approach, it is (though it is not said too loud) in many ways the DMA approach (e.g., prohibition of self-preferencing), and maybe at the core of the legislative initiatives mentioned by Robertson regarding media pluralism. A very evident attempt has been *Senator Warren’s* (unapproved) draft ‘Prohibiting Anticompetitive Mergers Act of 2022’, which would have:

(1) Prohibited outright certain very large mergers (those valued over \$5 billion, that would result in either more than 33% market share or a “highly concentrated” market under the 1992 Merger Guidelines);

(2) Equipped the DOJ and the FTC with the authority to block certain mergers without seeking an injunction;

(3) Extended HSR waiting periods;

⁵² OECD, *Directorate for Financial and Enterprise Affairs - Competition Committee, Digital Merger Control: Adapting Theories of Harm*, note by V. H.S.E. ROBERTSON, DAF/COMP/WD(2023)59, 16 June 2023.

⁵³ A.D. MELAMED, N. PETIT, (fn. 23), 8.

⁵⁴ OECD, (fn. 18).

(4) Incorporated *impact on workers and other market participants* into the factors to be considered in evaluating mergers;

(5) Limited all companies to two acquisitions in any five-year period; and

(6) Required remedial attention (including potential divestiture) to *any merger in this century that resulted in a 50% market share*.

(d) The use of structural presumptions is also often called for, based, e.g., on firm-level characteristics (such as turnover, capitalization, margin: this is again part of the approach adopted by the DMA, by the way)⁵⁵, the consideration agreed upon (i.e., price or price minus tangible assets), or the concentration level (such as market shares or HHI levels)⁵⁶;

(e) Some other authors have suggested doing away with the creating or strengthening of market power leg of the CWS⁵⁷; to which other authors have objected that the market power test usefully limits the scope of antitrust enforcement, makes it more predictable and, finally, keeps the focus on the competitive process. Thus avoiding the risk that all kinds of ‘values’ may find their way into the relevant antitrust standard⁵⁸;

6. A further competition goal contemplated by some, both in the old and in very recent times, is the protection of small firms⁵⁹; the possible conflict between such goal and the one of protecting competition *stricto sensu* has been for long (i.e., including vis-à-vis the old school of antitrust thought) highlighted; a possible theoretic way to solve such conflict – though it does not seem that the modern sponsors of this goal would share this interpretation, is to believe that, in a dynamic prospective, the small firms of today are the big ones of tomorrow, so that giving them a certain time to grow cannot but do good to competition as such, only a few years down the line⁶⁰;

7. In very recent times, ‘*fairness*’ is often raised as a central goal of antitrust laws. It should be recalled that Section 5 of the FTC Act does in fact prohibit ‘*unfair methods of competition*’, which is certainly at least part of the reason why, in the previous years, Section 5 had been so much as abandoned by the FTC. Now the FTC, in its 2022 § 5 *policy notice*, revives fairness and equates it to conduct

⁵⁵ F. LANCIERI, T. VALLETTI, (fn. 7).

⁵⁶ S. SALOP, (fn. 26); J. KWOKA, in *2023 Stigler Center Antitrust and Competition Conference - Beyond the Consumer Welfare Standard? Day One* (fn. 2).

⁵⁷ T. WU, (fn. 17).

⁵⁸ A.D. MELAMED, N. PETIT, (fn. 23), 8.

⁵⁹ FTC § 5 2022 policy statement, which includes in anticompetitive conduct “*impairing other market participants*”.

⁶⁰ E.M. FOX, (fn. 26).

‘on the merits’, a very European term of reference. More precisely, the FTC starts by saying that:

[in order to violate Section 5] the method of competition must be unfair, meaning that the conduct goes beyond competition on the merits.

And goes on defining what competition on the merits (and, therefore, fairness), is:

There are two key criteria to consider when evaluating whether conduct goes beyond competition on the merits. First, the conduct may be coercive, exploitative, collusive, abusive, deceptive, predatory, or involve the use of economic power of a similar nature. It may also be otherwise restrictive or exclusionary, depending on the circumstances, as discussed below. Second, the conduct must tend to negatively affect competitive conditions. This may include, for example, conduct that tends to foreclose or impair the opportunities of market participants, reduce competition between rivals, limit choice, or otherwise harm consumers⁶¹.

The current quasi-competition, quasi-regulatory legislation is by the way full of references to fairness: this applies, e.g., to the DMA, the DSA, the Data Act, and the European theory of abuse of economic dependence⁶².

It may be useful at this stage to note that also Advocate General Rantos, has put forward its own definition of ‘competition on the merits’, a concept which goes back a long time in the Court of Justice’s case-law. In fact, in its opinion in the *Unilever* case, the AG affirms:

[...] the concept of ‘competition on the merits’, to which the Court refers, does not correspond to a specific form of practices, remains abstract and cannot be defined in such a way as to make it possible to determine in advance whether or not particular conduct comes within the scope of such competition. The concept of ‘competition on the merits’ expresses an economic ideal, the background to which is the current trend in EU competition law to favour an analysis of the anti-competitive effects of the conduct rather than an analysis based on its form [...]⁶³.

Obviously, the idea that such notion ‘cannot be defined’, sort of defies its purpose. Also, there may be a tension in saying that competition on the merits “expresses an economic ideal”, and recurring elsewhere to notion of fairness.

⁶¹ FTC, Policy Statement Regarding the Scope of Unfair Methods of Competition Under Section 5 of the Federal Trade Commission Act Commission File No. P22120, November 10, 2022, available at https://www.ftc.gov/system/files/ftc_gov/pdf/P221202Section5PolicyStatement.pdf.

⁶² G. COLANGELO, *Fairness and Ambiguity in EU Competition Policy*, in *International Center for Law and Economics*, ICLE White Paper 2023-02-15, 9 *et seq.*

⁶³ Judgment of the Court of 19 January 2023, case C-680/20, *Unilever*, § 78.

It should also be recalled at this stage that in Ms. Vestager's above cited speech of October 2022, 'fairness' is the first reference on the list, no matter how long, of antitrust goals.

8. Needless to say, environment has also made it to the list of antitrust goals, though in fairly recent times⁶⁴.

9. Finally, labor issues and the protection of workers have been at the forefront of the recent 'revival' of antitrust laws, particularly in the US context⁶⁵.

5. Issues with the alternative standards.

Such 'alternative standards' have of course problems of their own, when it comes to their implementation:

A. Different outcomes: One useful exercise, to begin with, though probably not as frequent as one would predict, is to ask oneself whether the recourse to different standards really would make any difference in the outcome of the case. One could imagine, e.g., a merger situation or the one of an environment-friendly but otherwise restrictive agreement: in such cases, it may make a difference if a merger is judged based on a CWS in the traditional sense of the word, a CWS where total welfare applies (where wealth transfers are unimportant, that is), or of a standard which takes into consideration environmental protection as a value. In fact, based on the OECD study, in such cases the standard *could* indeed make a difference⁶⁶. The same is true of a parallel trade situation (such as in the Glaxo Spain case), depending on whether the 'consumer' to be protected in the CWS framework is the ultimate consumer or the wholesaler (i.e., the one who is really making money out of the parallel trade)⁶⁷.

A possible conflict exists, furthermore, in situations such as those occurring in joint purchasing agreements, no-poaching clauses, subcontracting and franchise agreements, depending on whether the antitrust focus is put on the consumer or on the supplier/the workers. The same reasoning applies, in general, to the issue of monopsony, which has been vastly overlooked in the traditional, CWS-oriented school of antitrust⁶⁸.

⁶⁴ OECD, (fn. 18).

⁶⁵ OECD, (fn. 18).

⁶⁶ OECD, (fn. 18), at 2.8.

⁶⁷ A. KOMNINOS, (fn. 3).

⁶⁸ S. SALOP: *Burdens of Proof and Presumptions in the Merger Guidelines*, in *Promarket*, 2023, available at <https://www.promarket.org/2023/09/08/steven-salop-burdens-of-proof-and-presumptions-in-the-merger-guidelines/>.

As considered by Einer Elhauge, in fact:

[...] there are at least four [...] Supreme Court cases for which the adoption of a consumer welfare standard cannot be dismissed as dicta because it was necessary to their holdings. In *Brooke* and *Weyerhaeuser*, it was necessary for the holdings that, respectively, below-cost pricing and overbidding without subsequent recoupment should be allowed as procompetitive because they benefit consumer welfare while they exist without harming them in the long run, rather than condemned as anticompetitive because they inefficiently impede rival competition while they exist. In *Leegin*, it was necessary for the holding that the prior per se rule against vertical minimum price-fixing agreements should be overruled because such agreements could benefit “consumer welfare” with higher service levels, rather than condemned per se because they restrain free market choice and could eliminate some dealers. Finally, in *Jefferson Parish*, it was necessary for the holding that the quasi per se rule against ties with tying market power but no substantial tied foreclosure share should be retained because such ties could increase the exploitation of that market power in a way that harmed consumer welfare, rather than allowed on the ground that such ties did not harm “competition” because they did not increase the degree of tied or tying market power⁶⁹.

A recent European case (*CK Telecom*) also seems to hinge on such general questions, as the contrast between the General Court and the Court of Justice focuses, i.a., on whether restricting competition between two competitors rather than on the market as a whole can be subject to a merger prohibition or remedy. At the end of the day, the conflict here is between a merger which can clearly harm consumers and one where this cannot be demonstrated, at least in the short term⁷⁰.

B. Predictability: The CWS is favored by those who highlight the relevance of predictability. Whether this really is true, should be left to another day (though, see immediately below, under ‘complexity’, for some immediate limitation). Also, it has been pointed out that, when the system is too predictable, this might not be a good thing, as it might make the system too susceptible to manipulation⁷¹.

C. Complexity: There is little doubt that applying the CWS, an aggregate of a dozen different, partly conflicting, partly overlapping, values, may confer unlim-

⁶⁹ E. ELHAUGE, (fn. 17).

⁷⁰ G. MONTI, *EU Merger Control After the Grand Chamber’s Judgment in Commission v CK Telecoms Investments*, TILEC Discussion Paper No. 2023-13, available at <https://ssrn.com/abstract=4537510> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4537510>.

⁷¹ OECD, (fn. 18).

ited discretion to the agencies and the courts. Which some may favor, but does obviously not fit too well with the very notion of ‘standard’. We have stressed already that the limits of excessively composite standards are exacerbated by the difficulty of producing a ranking among the disparate and often conflicting values, which make them up⁷².

⁷² OECD, (fn. 18), 30.

La nuova stagione delle concentrazioni verticali e conglomerati

The new season of vertical and conglomerate mergers

Andrea Pezzoli*

ABSTRACT:

Stiamo assistendo a una rinnovata attenzione per i rapporti tra antitrust e potere, per gli aspetti strutturali del processo competitivo e, di conseguenza, per la valutazione delle concentrazioni.

Non si danno più per scontate alcune letture “a-problematiche” delle acquisizioni verticali e conglomerati. Piuttosto sembra emergere sempre più la necessità di nuove teorie del danno che privilegino un’analisi dinamica, con un orizzonte temporale più lungo, più attente alla concorrenza potenziale e che si confrontino anche con le implicazioni della concentrazione su variabili non di prezzo, quali l’innovazione, la qualità e la privacy.

È una sfida che, ovviamente, richiede un attento bilanciamento tra l’esigenza di un’analisi economica più sofisticata e l’esigenza di certezza giuridica.

In questa prospettiva, ancor più che i parametri tradizionali (quali le quote di mercato, gli indici di concentrazioni...) possono risultare particolarmente rilevanti le evidenze che emergono dalla documentazione interna alle imprese e, eventualmente, l’inversione dell’onere della prova.

We’re observing a growing attention for the relationship between antitrust and power, the structural aspects of the competitive process and, hence, for merger review.

Some indulgent narratives of vertical or conglomerate mergers are no more taken for granted. The need for “new theories of harm” (or for significant adjustments of the traditional theories of harm) that can better address dynamic competition, a longer time horizon or the new characteristics of potential competition, and that can be more sensitive to non-price factors, as innovation, quality or privacy, is increasingly stronger.

It is a challenge that requires a complex balance between a more sophisticated economic analysis and the need for legal certainty.

In this perspective, even more than traditional evidence concerning market shares or con-

* Vice Segretario Generale, Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato; e-mail: andrea.pezzoli@agcm.it. Le opinioni espresse sono esclusivamente dell’autore e non riflettono necessariamente quelle dell’istituzione di appartenenza.

centration indexes, may be particularly helpful the evidence emerging from internal documentation or the possibility of the reversal of the burden of proof.

SOMMARIO:

1. Perché le concentrazioni non orizzontali tornano di moda. – 2. Il crescente ruolo delle concentrazioni non orizzontali. – 3. La concorrenza potenziale, l'orizzonte temporale e il controfattuale. – 4. La “benevolenza” per le concentrazioni non orizzontali e la tentazione del per sé. – 5. E quindi? – 6. Ricapitolando...

1. Perché le concentrazioni non orizzontali tornano di moda.

Per lungo tempo le concentrazioni verticali e, ancor di più, le concentrazioni conglomerali non sono state considerate fonte di preoccupazione anche in ragione di una lettura, fortemente influenzata dalla Scuola di Chicago (e non solo) e dal totem del *Consumer Welfare Standard*, nella sua versione schiacciata su un concetto di efficienza di breve periodo.

Negli anni più recenti, invece, il prepotente sviluppo delle grandi piattaforme digitali e la crescente centralità dei dati nell'alimentazione del processo competitivo hanno riaperto l'interesse per le concentrazioni, in genere, e per le concentrazioni verticali e conglomerali in particolare. In questo contesto hanno ritrovato vigore anche le analisi empiriche – spesso svolte a livello macro – volte a esaminare la relazione tra aumento della concentrazione, aumento dei profitti, distribuzione del prodotto interno lordo tra capitale e lavoro, e le crescenti disuguaglianze¹. Quasi un nostalgico (per molti aspetti, benvenuto) ritorno all'approccio struttura/condotta/performance.

Al ritorno di sensibilità per gli aspetti strutturali dei mercati ha evidentemente contribuito anche il rischio di *under-enforcement* che nel corso dell'ultimo ventennio, soprattutto negli Stati Uniti, ha caratterizzato le valutazioni delle condotte abusive e il controllo delle concentrazioni.

Under-enforcement in buona misura alimentato dal timore – entro certi limiti legittimo – di incorrere in errori del primo tipo (i.e. il divieto di operazioni non

¹ Si vedano, tra gli altri J. DE LOECKER, J. ECKHOUT, G. HUNGER, *The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications*, in 135 *Quarterly J. of Econ.*, 2020, 561; J. DE LOECKER, J. ECKHOUT, *Global Market Power* (2018) NBER Working Paper No. w24768, reperibile in <https://ssrn.com/abstract=3206443>; J. DE LOECKER, J. ECKHOUT, S. MONGEY, *Quantifying Market Power and Business Dynamism in the Macroeconomy* (2021), NBER Working Paper No. 28761, reperibile in <https://www.nber.org/papers/w28761>; D. AUTOR, D. DORN, L.F. KATZ, C. PATTERSON, J. VAN REENEN, *The Fall of the Labour Share and the Superstar Firms*, in 135 *Quarterly J. of Econ.*, 2020, 645.

restrittive della concorrenza ovvero i così detti “falsi positivi”), di scoraggiare gli investimenti, l’innovazione e la nascita di un “nuovo Google”.

Con la digitalizzazione dell’economia, inoltre, hanno avuto maggiore presa le critiche rivolte alla Scuola di Chicago dai contributi della moderna economia industriale post-Chicago e hanno iniziato a trovare spazio anche le critiche, apparentemente più radicali e non sempre con solide basi economiche, del così detto approccio neo-Brandeisiano, altrimenti noto come “l’antitrust delle origini” o, per i suoi denigratori, *hipster antitrust*. In quest’ultima prospettiva tornano centrali le preoccupazioni per la dimensione in sé dell’impresa ancor più che per il potere di mercato².

Un po’ per questo nuovo clima culturale, un po’ per la crescente e oggettiva difficoltà a definire i confini dell’ambito entro i quali si sviluppa il confronto competitivo, in un contesto in cui la disponibilità dei dati sembra consentire flessibilità sino all’altro ieri sconosciute, il ruolo del mercato rilevante sembra perdere centralità. Soprattutto quando le acquisizioni interessano i così detti “ecosistemi”, il confine tra effetti orizzontali, verticali e conglomerati scolora e diventa sempre più difficile da tracciare.

D’altro canto, già prima delle sfide poste dall’economia digitale, i metodi per valutare e “quantificare” gli effetti unilaterali delle concentrazioni, sono stati affinati grazie all’ausilio di test come l’UPP (*Upward Pricing Pressure*), il GUPPI (*Gross Upward Pricing Pressure*), l’IPR (*Illustrative Price Rise*), la *Diversion Ratio*, buona parte dei quali, in larga misura, prescindono dalla definizione dei mercati rilevanti o, quanto meno, ridimensionano l’impatto dell’operazione in termini di quote di mercato. La letteratura economica si inizia a interrogare non più solo sugli effetti “orizzontali” statici ma sempre più sugli effetti dinamici, in termini di innovazione e di “foreclosure”.

In altri termini, cresce l’attenzione per la concorrenza dinamica, la concorrenza e l’efficienza del futuro, per il crescente ruolo che, soprattutto nei mercati digitali, giocano le economie di scala, di scopo e gli effetti di rete. Ciò che fino a ieri poteva leggersi come una mera strategia di diversificazione o come una “mera” integrazione verticale volta a ridurre i costi di transazione, e per questo poteva legittimamente non suscitare preoccupazioni di natura concorrenziale, oggi diventa una strategia che può aumentare il potere di mercato e la concentrazione di domani, se non sul singolo mercato, almeno a livello di ecosistema. In una parola, l’attenzione dell’analisi economica si focalizza sempre più sulla concorrenza potenziale e su una diversa lettura delle economie di scopo.

A tal fine c’è chi propone di tener conto del crescente ruolo delle economie di scopo negli indici che misurano la concentrazione come l’indice di Herfindal³.

² Per tutti, si veda T. WU, *The Curse of Bigness. Antitrust in the New Gilded Age*, Columbia Global Reports, 2018, traduzione italiana per i tipi de Il Mulino, *La Maledizione dei Giganti*, Bologna, 2021.

³ Cfr. G. HOBERG, G.M. PHILIPS, *Scope, Scale and Concentration. The 21st Century Firm* (2022),

In questo contesto il *Consumer Welfare Standard* (soprattutto nella sua versione “statica”, appiattita su prezzi e quantità di oggi) inizia ad essere criticato anche da chi è consapevole dell’importanza di un *benchmark* “oggettivo” e dell’esigenza di certezza giuridica per il mondo delle imprese, riflettendo in quest’ottica sull’opportunità di uno standard altrettanto “certo” ma più ricco e dinamico, che tenga conto degli effetti sulla qualità, l’innovazione e la *privacy*.

Gli assunti propri della Scuola di Chicago relativi all’assenza di incentivi a escludere, all’efficienza “intrinseca” delle concentrazioni verticali, all’eliminazione della doppia marginalità si mostrano non così indiscutibili come per lungo tempo poteva sembrare.

Analogamente, si inizia a mettere in discussione la logica sottostante l’*as efficient competitor test* e i vari *price-cost test*, i loro limiti nel cogliere i vincoli concorrenziali futuri e, soprattutto, si inizia a ridimensionare il loro ruolo nella valutazione degli abusi escludenti (sicuramente per le condotte non di prezzo ma anche per gli abusi di prezzo).

Più in generale, si potrebbe dire che è sempre più diffuso il disagio per un’analisi economica apparentemente “oggettiva”, basata sui dati e evidenze empiriche che, però, tende ad ignorare tutto ciò che è complesso quantificare e difficile da prevedere.

E, relativamente alla valutazione delle concentrazioni, ci si chiede sempre più spesso se gli sforzi che le autorità antitrust (o almeno alcune di esse) hanno prodotto per adattare le tradizionali “teorie del danno” alle nuove sfide proposte dalle concentrazioni digitali siano sufficienti ovvero se siano necessarie nuove “teorie del danno” per cogliere a pieno i mutamenti in atto⁴.

2. *Il crescente ruolo delle concentrazioni non orizzontali.*

La letteratura empirica dà conto di centinaia di acquisizioni operate dalle grandi piattaforme digitali, in particolare dai così detti GAFAM⁵, prevalentemente di

NBER Working Paper No. w30672, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4282522.

⁴ Si veda, al riguardo, OECD, *Theories of Harm for Digital Mergers*, 2023, OECD Competition Policy Roundtable Background Note, Parigi.

⁵ Dal 1987 al 2020 i GAFAM avrebbero portato a termine 825 acquisizioni. Cfr. G. PARKER, G. PETROPOULOS, M. VAN ALSTYNE, *Platform Mergers and Antitrust*, in 30(5) *Industrial and Corp. Change*, 2021. Sul punto si rinvia anche a G. ZHE JIN, M. LECCESE, L. WAGMAN, *How Do Top Acquirers Compare in Technology Mergers? New Evidence from a S&P Taxonomy* (2022), NBER Working Paper No. 29642, reperibile in <https://www.nber.org/papers/w29642>, che evidenziano come il numero di *merger* per impresa nel caso dei GAFAM risulti maggiore rispetto agli altri così detti “acquirenti Top”; le acquisizioni dei GAFAM sarebbero inoltre decisamente più disperse sotto il profilo settoriale.

carattere non-orizzontale, spesso “sottosoglia” (dunque senza obblighi di notifica)⁶ e, altrettanto spesso, con target “giovani” (imprese da non più di 4 anni sul mercato)⁷.

Di qui, l’interesse per le così dette *killer acquisition* e le modifiche regolamentari e legislative intervenute sia a livello europeo che nazionale per provare a intercettarle⁸.

Di qui, anche il dibattito sulle acquisizioni delle *start-up* da parte delle grandi piattaforme tecnologiche e delle *Big Pharma* e sul controfattuale più appropriato⁹. Molto schematicamente, ci si interroga se, in assenza dell’acquisizione, la *start-up* avrebbe comunque sviluppato l’innovazione, l’avrebbe portata sul mercato e sarebbe diventata un vincolo competitivo per l’impresa acquirente; oppure sarebbe uscita dal mercato; oppure, ancora, avrebbe potuto essere acquisita da un potenziale rivale dell’*incumbent*. E l’impresa acquirente, una volta acquisita la *start-up*, avrebbe sviluppato l’innovazione ovvero avrebbe avuto interesse a rallentare il processo innovativo?

Superando la tentazione di rispondere a questi interrogativi con un salomonico “a saperlo...”, intanto non si può non sottolineare che il problema esiste, che la soluzione non è affatto agevole ma anche che l’analisi economica (soprattutto quella empirica) qualche aiuto concreto inizia a fornirlo. Ad esempio, non appare irrilevante che, secondo una recente indagine, i progetti dei farmaci oggetto di acquisizione risultino avere una probabilità significativamente maggiore di essere interrotti¹⁰.

Di contro, alcuni autori sottolineano come nei mercati digitali gli *incumbent* –

⁶ Circa il 97% delle acquisizioni delle acquisizioni non sarebbero state valutate da nessuna autorità antitrust secondo J.E. KWOKA jr., T.M. VALLETTI, *Scrambled Eggs and Paralised Policy: Breaching Up Consummated Mergers and Dominat Firms* (2020), reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3736613.

⁷ Cfr. LEAR, Rapporto per la *Competition and Market Authority* su *Ex-post Assessment of Merger Control Decisions in Digital Markets*, 2019.

⁸ In estrema sintesi, vale la pena ricordare, tra l’altro, i) il tentativo della Germania e dell’Austria di cogliere il fenomeno integrando i parametri tradizionali legati alle soglie di fatturato con il valore della transazione, così da poter valutare anche quelle operazioni dove l’impresa o le imprese acquisite, sebbene prive di un volume d’affari significativo, sono oggetto di una valutazione elevata in ragione delle loro potenzialità; ii) il dibattito relativo a un’interpretazione estensiva dell’art. 22 del regolamento...che ha trovato il suo apice in occasione della concentrazione *Illumina/Grail* e per il quale si rinvia al contributo di Mario Siragusa; iii) la recente modifica della normativa nazionale volta a consentire all’Autorità, entro 6 mesi dalla loro realizzazione, la valutazione delle operazioni di concentrazione sottosoglia, e dunque senza obbligo di notifica, che potrebbero sollevare problemi di natura concorrenziale.

⁹ Cfr., tra gli altri, A.C. MADI, *Killing Innovation?: Antitrust Implications of Killer Acquisitions*, in 38 *Yale J. of Regulation*, 2020, e C.M. CUNNINGHAM, F. EDERER, S. MA, *Killer Acquisitions*, in 129 *J. of Political Econ.*, 2021.

¹⁰ Cfr. C.M. CUNNINGHAM, F. EDERER, S. MA, (nt. 9).

in ragione della più ampia base di clienti, delle maggiori economie di scala, delle sinergie dal lato della domanda – più dei nuovi entranti, avrebbero incentivi a promuovere l'innovazione¹¹.

Più in generale, una ricerca, circoscritta al triennio 2015-2017 e a un campione di 175 acquisizioni che hanno interessato i mercati digitali, metterebbe in luce che le *killer acquisition* non sarebbero poi così diffuse. Se è vero, infatti, che i progetti di ricerca avviati sui prodotti dell'impresa target sono stati generalmente abbandonati, risulterebbe tuttavia che le conoscenze acquisite grazie a quei progetti siano state ampiamente utilizzate per promuovere i progetti di ricerca dell'impresa acquirente¹².

Sarebbero, invece, più diffuse le così dette “*reverse killer acquisition*”, quelle operazioni, cioè, grazie alle quali la piattaforma digitale interessata a entrare in un nuovo mercato, privilegierebbe la scorciatoia del *buy vs build*, acquisendo un'impresa che ha già sviluppato la capacità innovativa necessaria¹³.

Anche abbandonando la questione delle *killer acquisition* e approdando sulla sponda, appena un po' più confortevole, delle acquisizioni “sopra-soglia” di imprese che solo in un secondo tempo si riveleranno concorrenti potenziali, si può assistere a una varietà di posizioni in merito alle concentrazioni di maggior rilievo.

Qui può essere sufficiente ricordare le operazioni più controverse – *Google/DoubleClick*, *Facebook/Instagram*, *Facebook/Whatsapp*, *Google/Waze*, *Google/FitBit* autorizzate dalla Commissione¹⁴ – e, più di recente, i divieti che hanno sollevato maggior scalpore, *Facebook/Giphy*, vietata dalla *Competition and Market Authority*, *Illumina/Grail*, vietata dalla Commissione e, da ultimo, *Microsoft/Activision Blizzard*, valutata negativamente dalla *Competition and Market Authority*, autorizzata con impegni dalla Commissione e sotto attento esame della *Federal and Trade Commission*¹⁵. Il dibattito sul merito delle diverse decisioni,

¹¹ Cfr. M. BOURREAU, A. DE STREEL, *Big Tech Acquisitions. Competition and Innovation Effects and EU Merger Control*, 2020, Centre of Regulation in Europe Issue Paper, https://cerre.eu/wp-content/uploads/2020/03/cerre-big_tech_acquisitions_2020-pdf.

¹² Cfr. A. GAUTIER, J. LAMESH, *Mergers in the Digital Economy* (2020), Cesifo Working Papers, No. 8056, reperibile in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3529012.

¹³ Cfr. C. CAFFARRA, G. CRAWFORD e T. VALLETTI, *How Tech Rolls: Potential Competition and Reverse Killer Acquisitions*, 2020, <https://oecdonthelive.com/2020/11/27/how-tech-rolls-potential-competitio-and-reverse-killer-acquisitions/>. Il link non è funzionante.

¹⁴ Commissione (11/03/2008) Caso COMP/M4731, *Google/DoubleClick*; Commissione (03/10/2014) Caso COMP/M.7217, *Facebook/Whatsapp*; UK OFT (14/8/2012), ME/5525/12, *Anticipated acquisition by Facebook Inc of Instagram Inc*; UK OFT (11/11/2013), ME/6167/13, *Completed acquisition by Motorola Mobility Holding (Google, Inc.) of Waze Mobile Limited*; Commissione (13/02/2012) Caso COMP/M.6381, *Google/Motorola Mobility*.

¹⁵ CMA (18/10/2022), *Facebook, Inc (now Meta Platforms, Inc) / Giphy, Inc Merger Inquiry*, Final Report; Commissione (06/09/2022) Caso COMP/M.10188, *Illumina/Grail*(prohibition); Commissione (19/07/2022) Caso COMP/M.10483 *Illumina/Grail* (Gun Jumping, Statement of Objections); Com-

come noto, è stato a dir poco vivace, anche quando, come nel caso della concentrazione *Microsoft/Activision Blizzard*, le teorie del danno utilizzate dalle diverse autorità antitrust sono state sostanzialmente le stesse.

3. *La concorrenza potenziale, l'orizzonte temporale e il controfattuale.*

Al di là dell'esito delle valutazioni, quel che preme sottolineare in queste brevi note è innanzitutto come in tutti i casi si tratti di acquisizioni, caratterizzate da poca o nessuna sovrapposizione orizzontale al momento della concentrazione o, comunque, come nel caso *Google/Waze*, di operazioni dove l'impresa target sembrava avere pochissima capacità disciplinante nei confronti dell'acquirente al momento della fusione. Una capacità disciplinante che, tuttavia, in assenza della concentrazione, avrebbe potuto raggiungere livelli significativi.

Va osservato, inoltre, che in tutte le operazioni menzionate, la crescente attenzione alla concorrenza potenziale e all'efficienza dinamica ha richiesto (o avrebbe richiesto) un ampliamento dell'orizzonte temporale tale da rendere la valutazione inevitabilmente più incerta e complessa (il che, si badi bene, non significa più discrezionale)¹⁶. Ma, in fondo, non è sempre così quando si esaminano gli effetti delle concentrazioni? Il controfattuale solo raramente coincide con lo *status quo*. E se la necessità di una valutazione dinamica e con un orizzonte temporale più lungo appare ineludibile in mercati innovativi (non solo i mercati digitali ma anche il farmaceutico), questo può essere vero anche per mercati "tradizionali" e maturi.

Si pensi, ad esempio, alla valutazione della concorrenza potenziale effettuata dalla Commissione in occasione della concentrazione "orizzontale" *Siemens/Alstom*¹⁷. Il presunto ingresso nel mercato di imprese extra-europee che avrebbero potuto beneficiare di sussidi pubblici e che, secondo alcuni, avrebbe giustificato la formazione di un soggetto con elevato potere di mercato è stato l'aspetto di maggior rilievo della valutazione della Commissione. La "minaccia cinese", tuttavia, non risultava in possesso dei requisiti necessari per essere accreditata come concorrenza potenziale credibile e, pertanto, tra le note (e per chi scrive, ingiustificate) polemiche, l'operazione è stata vietata.

L'esigenza di guardare con molta attenzione alla concorrenza potenziale si rintraccia anche in importanti concentrazioni "verticali" che hanno interessato la

missione (29/10/2021) Caso COMP/M.10493 *Illumina/Grail* (Interim Measures under Art. 8(5)a); Commissione (28/10/2022) Case COMP/M.10938 *Illumina/Grail* (Interim Measures under Art. 8(5)c); Commissione (05/12/2022) Case COMP/M10939 *Illumina/Grail* (restorative measures under Art. 8(4)a); CMA (19/05/2023) *Microsoft/Activision Blizzard*, Notice of Intention to Make a Final Order e Commissione (15/05/2023), Caso COMP/ M10646, *Microsoft/Activision Blizzard*.

¹⁶ Si rinvia, ancora, a LEAR, (nt. 7).

¹⁷ Cfr. Commissione (6/02/2019) Caso M. 8677, *Siemens/Alstom*.

produzione della birra e la distribuzione nei pub¹⁸, o i mercati della carne suina, dove la tradizionale analisi dell'effetto di *foreclosure* (*input* o *customer foreclosure*) si sviluppa assieme a quella relativa alla riduzione degli spazi che potrebbero consentire ai potenziali entranti di cogliere i benefici derivanti da economie di scala o da possibili integrazioni verticali.

Infine, anche quando alle autorità antitrust viene richiesto di esaminare una *Failing Firm Defense* l'orizzonte temporale per la valutazione dell'operazione si amplia non poco e le congetture sul futuro diventano necessarie e centrali, basandosi per definizione su un controfattuale diverso dallo *status quo* che, ovviamente, va adeguatamente sostanziato¹⁹.

4. La “benevolenza” per le concentrazioni non orizzontali e la tentazione del per sé.

La valutazione della concorrenza potenziale è senz'altro un argomento controverso e affascinante, “zavorrato” dai più agevolmente fruibili concetti statici di efficienza, dal totem del *consumer welfare standard*, dalla pretesa di misurazioni “oggettive” (parafrasando Francesco Denozza, “... ciò che non è misurabile, o lo è difficilmente, continua ad esistere!”²⁰) e dal timore di scoraggiare l'*incumbent* che investe. L'accresciuta centralità della concorrenza potenziale e l'applicazione dinamica della disciplina antitrust sono inoltre questioni inevitabilmente condizionate - e entro certi limiti è bene che lo siano - anche e soprattutto dall'esigenza di offrire un quadro di certezze alle imprese.

Meno giustificata appare invece la reticenza a confrontarsi con le “nuove teorie del danno” che cercano di cogliere l'impatto delle operazioni a livello di ecosistema. Fin qui, con la sola parziale eccezione della recente decisione della *Competition and Market Authority* relativa all'operazione *Microsoft/Activision Blizzard*, le implicazioni a livello di ecosistema non sembrano potersi rintracciare nelle valutazioni delle autorità antitrust²¹.

¹⁸ Cfr. CMA (23/08/2017), *Heineken/Punch Taverns*; CMA (14/12/2017), *Tulip/Easey*.

¹⁹ Cfr. tra l'altro OECD (2009), *Roundtable on The Failing Firm Defense*, 10 agosto; Commissione (09/10/2013), Caso M6796 *Aegean/Olimpic II*, operazione prima vietata dalla Commissione nel 2011 e poi autorizzata due anni dopo a seguito del peggioramento delle condizioni di Olimpic.

²⁰ Cfr. F. DENOZZA, *Consumer welfare e shareholder value: le comuni radici, i limiti e i difetti di due teorie neoliberali*, su questo numero della *Rivista*.

²¹ Sul punto, si rinvia a V. ROBERTSON, *Merger Review in Digital and Technology Markets: Insights from National Case Law*, Final Report, 2022, https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2022-12/kd0422317enn_merger_review_in_digital_and_tech_markets_1.pdf e a N. ZINGALES, B. RENZETTI, *Digital Platforms Ecosystems and Conglomerate Mergers: a Review of the Brazilian Experience*, in 45(4) *World Competition*, 2022, oltre che a OECD, (nt. 4).

Per tutte queste ragioni, non volendo scoraggiare il “nuovo Google” e gli indubbi benefici legati al modello di business dei “vecchi Google”, le autorità anti-trust non sono intervenute sempre con la necessaria severità (chi più, chi meno...) e quando si è iniziato a pensare che forse era “troppo tardi”, la riflessione critica si è accompagnata con il processo di seduzione degli interventi *ex ante*, delle scorie regolatorie, con la “tentazione del per sé” (se c’è una tentazione da qualche parte c’è un peccato...) e con il ritorno di una politica industriale dal sapore non di rado protezionistico. Si è tornati a guardare al potere di mercato come un problema legato soprattutto alla dimensione e al potere economico. E non è detto che sia necessariamente un passo in avanti (*the curse of bigness!*²²). Se è vero, infatti, che l’antitrust è principalmente una disciplina volta a limitare il potere e a ampliare gli spazi di libertà²³, non va dimenticato che nel nostro Paese la bassa produttività (e la limitata concorrenzialità dei mercati) non di rado è legata alla insufficiente dimensione delle nostre imprese e all’eccessiva frammentazione.

5. E quindi?

Per affrontare adeguatamente le sfide poste dalla nuova stagione delle concentrazioni verticali e conglomerali il nodo principale appare quello legato alla prevedibilità delle caratteristiche della concorrenza futura. In particolare, occorre fare i conti con la difficoltà di individuare gli spazi necessari affinché la concorrenza potenziale possa effettivamente esercitare le sue capacità disciplinanti. Occorre, in altri termini, bilanciare l’esigenza di un approccio dinamico e di un orizzonte temporale più ampio, con l’ineludibile necessità di certezza giuridica nell’applicazione della disciplina antitrust.

In questa prospettiva appaiono più che comprensibili le richieste di linee guida e di *safe harbour* provenienti dal mondo delle imprese ma meritano altresì un’attenta riflessione anche gli inviti provenienti dall’accademia, relativi a un sempre più esteso ricorso all’*inversione dell’onere della prova* in tema di efficienze²⁴.

Sarebbe opportuno, ad esempio, che l’onere della prova fosse a carico delle parti quando queste invocano le efficienze intrinseche di una concentrazione verticale, l’assenza di incentivi a escludere i concorrenti e l’idoneità della concentrazione a risolvere i problemi di *hold up* e i rischi di doppia marginalizzazione.

La teoria economica e la letteratura empirica mostrano come il trasferimento di input risulti assai limitato all’interno di imprese verticalmente integrate.

²² Cfr. T. WU, (nt. 2).

²³ Si veda G. AMATO, *Afterword*, in *Antitrust and the Bounds of Power, 25 Years On*, ed. by O. ANDRIYCHUK, Bloomsbury Collection, 2023.

²⁴ Per tutti, si veda C. FUMAGALLI, M. MOTTA, *Dynamic Vertical Foreclosure* (2018), CSEF Working Paper No. 522, <https://www.csef.it/WP/wp522.pdf>.

L'integrazione completa alla base della eliminazione della doppia marginalità potrebbe non avvenire.

L'eliminazione della doppia marginalizzazione, peraltro, potrebbe aver luogo anche senza la integrazione, se i contratti prevedono tariffe in due parti. E se anche i contratti con tariffe a due parti, in presenza di informazione incompleta, non sono necessariamente idonei a risolvere la questione della doppia marginalizzazione, la concentrazione può essere altrettanto inadeguata. Anzi può rischiare di rendere inefficiente una relazione contrattuale efficiente²⁵.

Analogamente, anche laddove l'integrazione verticale riesca ad attenuare il rischio di *hold up* tra le parti, può comunque esporre i concorrenti nei mercati a valle al rischio di *hold up* da parte dei fornitori non integrati e, pertanto, ridurre l'incentivo a investire²⁶.

Più in generale, diversamente da quanto sostenuto dalla Scuola di Chicago con la teoria del profitto unico monopolistico, una concentrazione verticale può ben coniugarsi con l'incentivo a escludere i concorrenti parzialmente o totalmente. E ciò può verificarsi attraverso una strategia di *raising rivals' cost* ovvero, nei mercati più dinamici, attraverso un effetto di completa *foreclosure* (in particolare nei mercati digitali, dove l'estrazione dei profitti trova un limite importante nell'esistenza di modelli di business a prezzi "nulli").

In ogni caso, la risposta non può essere quella di congelare le attuali condizioni di concorrenza e ignorare i potenziali benefici della concorrenza futura (solo perché non agevolmente prevedibili). Soprattutto vanno attentamente valutati i vincoli competitivi e i benefici derivanti dai concorrenti potenziali che oggi appaiono "*less efficient*" o persino largamente estranei rispetto al mercato in cui opera l'impresa acquirente.

In quest'ottica, la lettura delle concentrazioni conglomerali in particolare va profondamente rivisitata. In ragione della centralità dei dati come fattore competitivo (al tempo stesso elemento qualitativo, potenziale barriera all'entrata o, di contro, *passe-partout* per l'ingresso in mercati apparentemente distanti) e del crescente ruolo delle economie di scopo di cui possono godere le piattaforme a più versanti, quelle che in passato apparivano semplicemente come strategie di diversificazione e, per questo, non problematiche sotto il profilo concorrenziale, oggi possono avere un impatto significativo sulla concorrenza potenziale. Per questa tipologia di concentrazioni, ancor più dei parametri tradizionali, diventa cruciale l'acquisizione della documentazione interna dalla quale può emergere se l'impresa target, al di là delle

²⁵ Cfr. S. LOERTSCHER, L.M. MARX, *Double Markups, Information and Vertical Mergers*, in 67(3) *The Antitrust Bulletin*, 2022; P. CHONÈ, L. LIMAUER, T. VERGÈ, *Double Marginalization and Vertical Integration* (2021), CESifo Working Paper Series 8971, reperibile in <https://www.cesifo.org/en/publications/2021/working-paper/double-marginalization-and-vertical-integration>.

²⁶ Cfr. M.L. ALLAIN, C. CHAMBOLLE, P. REY, *Vertical Integration as a Source of Hold-up*, in 83(1) *The Rev. of Econ. Studies*, 2016.

sue dimensioni o della sua attuale attività prevalente, possa essere considerata o meno una “minaccia” competitiva per l’impresa acquirente.

Soprattutto per le concentrazioni digitali, le tradizionali teorie del danno vanno messe in discussione. La letteratura ne propone di nuove (o, quantomeno, propone significativi aggiustamenti delle teorie esistenti) che potrebbero consentire alle autorità antitrust di andare oltre la valutazione degli effetti di breve periodo sui mercati direttamente interessati, effetti in genere pro-efficienza, per cogliere a pieno l’impatto dell’operazione sull’intero ecosistema in un orizzonte temporale più ampio²⁷.

In questa più ampia prospettiva, la specificità delle concentrazioni digitali richiede una maggiore attenzione ai parametri non di prezzo, quali l’innovazione, la qualità e la *privacy*, con le quali le teorie del danno più tradizionali faticano a confrontarsi²⁸.

Da ultimo, una considerazione di carattere ancora più generale: le sfide sollevate dalle concentrazioni verticali e conglomerali, la loro nuova stagione, sono questioni indubbiamente più comprensibili se si adotta un concetto di concorrenza consapevole dell’intimo legame tra libertà e efficienza; un concetto di concorrenza che riconosca come la libertà economica sia un ingrediente imprescindibile per l’efficienza “sociale”; un concetto di concorrenza che ribadisca come l’obiettivo naturale della disciplina antitrust non possa che essere la protezione del processo competitivo²⁹.

Se l’antitrust non può essere confinato alla protezione dei frutti della concorrenza del passato (anche quando i frutti sono efficienti), dovremmo guardare alle concentrazioni verticali e conglomerali con lenti differenti. E sempre più tenere a mente che l’efficienza di oggi, per quanto più agevolmente misurabile, non è necessariamente il miglior indicatore dell’efficienza di domani³⁰.

²⁷ Cfr. OECD, (nt. 4); V. ROBERTSON, (nt. 21) e N. ZINGALES, B. RENZETTI, (nt. 21). Sul punto, ovviamente, c’è anche chi mostra scetticismo, in ragione della scarsa prevedibilità dell’andamento dei mercati caratterizzati da continua innovazione per i quali alcuni autori, paradossalmente, piuttosto che un diverso approccio nella valutazione delle concentrazioni, preferirebbero un maggior ricorso alla regolazione *ex ante* “*future proof*” (obiettivo ambizioso!) e, semmai, interventi *ex post* volti a limitare lo sfruttamento abusivo delle posizioni dominanti. Si veda, ad esempio, L. CABRAL, *Merger Policy in Digital Industries*, in *54 Information, Economics and Policy*, 2021.

²⁸ Si veda, in particolare, l’acceso dibattito sviluppatosi dopo la decisione della Commissione sulla concentrazione *Dow Chemical/Dupont* in merito a come valutare gli effetti unilaterali sul processo innovativo. Tra i contributi più critici si segnalano, tra gli altri, N. PETIT, *Innovation, Competition, Unilateral Effects and Merger Policy: New? Not Sure. Robust? Not Quite!*, in *Concurrentes*, 2/2018 e M. BOURREAU, A. DE STREEL, *Digital Conglomerate and EU Competition Policy* (2019), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350512.

²⁹ Si rinvia, per tutti, a E.M. FOX, *The Modernization of Antitrust: A New Equilibrium*, in *66 Cornell L. Rev.*, 1981.

³⁰ M. GRILLO, *Competition, Efficiency and Liberty* (2018), Working Paper.

6. Ricapitolando...

Per il controllo delle concentrazioni non orizzontali “i tempi stanno cambiando”, come direbbe un premio Nobel³¹.

Stiamo assistendo a una rinnovata attenzione per i rapporti tra antitrust e potere, per gli aspetti strutturali del processo competitivo e, di conseguenza, per la valutazione delle concentrazioni.

Non si danno più per scontate alcune letture “a-problematiche” delle acquisizioni verticali e conglomerali. Piuttosto dalla letteratura economica e da qualche decisione delle autorità antitrust sembra emergere sempre più la necessità di nuove teorie del danno (ovvero di significativi aggiustamenti di quelle esistenti) che privilegino un’analisi dinamica, con un orizzonte temporale più lungo e che si confrontino anche con le implicazioni della concentrazione su variabili non di prezzo, quali l’innovazione, la qualità e la *privacy*.

È una sfida che, ovviamente, richiede un attento bilanciamento tra l’esigenza di un’analisi economica più sofisticata, attenta a fenomeni più difficilmente quantificabili o prevedibili (ma non per questo più discrezionale) e l’esigenza di certezza giuridica.

In questa prospettiva, ancor più che i parametri tradizionali (quali le quote di mercato, gli indici di concentrazioni, comunque calcolati...) possono risultare particolarmente rilevanti le evidenze che emergono dalla documentazione interna alle imprese e, eventualmente, l’inversione dell’onere della prova, a supporto degli effetti della concentrazione sull’efficienza.

Michele Grillo nella sua relazione richiamava l’aneddoto di colui che cerca le chiavi sotto al lampione pur sapendo di averle perso altrove, in una zona buia e non illuminata. Nella “nuova stagione delle concentrazioni non orizzontali”, forse, per le autorità di concorrenza, pur nella consapevolezza del monito di Frederic Jenny di fronte alle sfide digitali (*Learn to Walk Before we Run...*)³², è giunto il momento di iniziare a sveltire il passo ovvero, muovendosi con un’acrobazia da Frederic Jenny a Bruce Springsteen, a imparare a “danzare nel buio”³³.

³¹ Cfr. B. DYLAN, *Times They Are a’Changin’* (1964).

³² Cfr. F. JENNY, *Competition Law and Digital Ecosystems: Learning to Walk before We Run*, in 30(5) *Industrial and Corporate Change*, 2021.

³³ Cfr. B. SPRINGSTEEN, *Dancing in the Dark*, (1982).

Antitrust e consumer welfare alla prova della doppia transizione ecologica e digitale

Antitrust and consumer welfare, facing the twin environmental and digital transitions

Mario Siragusa *

ABSTRACT:

Il presente contributo intende proporre una riflessione critica in merito al c.d. *consumer welfare standard* nell'ambito del diritto *antitrust*, illuminandone i tratti caratteristici e cercando di comprendere, di fronte alle sfide ambientale e digitale, se e quale ruolo sia ancora possibile immaginare per un simile parametro e per la disciplina della concorrenza in generale.

The purpose of this article is to suggest some reasoned considerations on the antitrust's so-called consumer welfare standard. Only by looking at its characteristics one can try to understand what role, if any, this standard, and competition law in general, can still play in an era of environmental and digital challenges.

SOMMARIO:

1. *Consumer welfare standard(s)*, pregi noti e recenti critiche. – 2. *Consumer welfare* e gli accordi di sostenibilità. – 3. *Consumer welfare*, efficienza (ed altro ancora?). – 4. Conclusioni.

1. *Consumer welfare standard(s)*, pregi noti e recenti critiche.

Un apprezzabile obiettivo dell'introduzione del concetto di *consumer welfare* è sempre stato quello di cercare di proteggere l'applicazione del diritto della concorrenza da influenze politiche orientate ad altri obiettivi di interesse pubblico, quali la politica industriale, la protezione dell'impiego e altre politiche sociali.

* Professore presso il College of Europe di Bruges; e-mail: mario.siragusa@coleurope.eu | msiragusa@cgsh.com.

La natura economica di tale nozione, del resto, è risultata ulteriormente esaltata dal *more economic approach* che la Commissione ha professato e attuato a partire dalle prime fasi della stagione della modernizzazione della disciplina della concorrenza. Proprio a questa rinnovata centralità del dato economico è necessario riconoscere un duplice merito: da un lato, il rafforzamento della credibilità di un intervento *antitrust* attentamente calibrato a difesa solamente di una struttura del mercato connotata da genuine dinamiche concorrenziali; dall'altro, il bilanciamento della perdita in termini di certezza del diritto nella transizione dalla applicazione *form-based* ad una *effect-based* della disciplina. È a tal proposito chiaro come la maggiore e affinata attenzione al dato quantitativo nell'applicazione del diritto *antitrust* a singoli casi abbia consentito alle parti private di fondare con maggiore solidità e chiarezza di presupposti eventuali contestazioni e contenziosi contro decisioni delle autorità di concorrenza. Al tempo stesso, la possibilità di prospettare e perseguire un coerente riferimento ad un *consumer welfare standard* dalle forti credenziali economiche e quantitative ha permesso alle autorità *antitrust* di porre la propria attività amministrativa al riparo da influenze e pressioni di natura particolare o politica, marcatamente qualitative.

Eppure, per quanto abbia sempre fatto parte integrante dell'applicazione delle norme della concorrenza e in ambito europeo abbia eguagliato se non superato nella sostanza l'originario *common market imperative* come *ratio* fondamentale della disciplina *antitrust*, il *consumer welfare* è senza dubbio oggi soggetto a importanti critiche, volte ad allargare la sfera degli interessi protetti dalle norme della concorrenza a *non-market values*, quali, ad esempio, la tutela ambientale.

Tali contestazioni sono particolarmente (e forse comprensibilmente) vivaci negli Stati Uniti, dove il concetto di *consumer welfare* – sulla scorta delle suggestioni di autori come Bork – è sempre stato interpretato ed applicato in maniera molto radicale, prestandosi come copertura lessicale a una politica *antitrust* in realtà tesa al perseguimento del *total welfare standard*: filtrato attraverso un'impostazione di efficienza produttiva estrema, infatti, il criterio in questione ha determinato un riorientamento della prassi e della giurisprudenza americane in materia di concorrenza a partire dagli anni '80, riducendo i margini di intervento pubblici ad un decisamente minimale vaglio delle pratiche delle imprese alla luce dei riflessi di queste sui prezzi praticati al consumatore.

Al contrario, è di solare evidenza come, accolto nel substrato strutturalista ordoliberal, il *consumer welfare* in Europa sia sempre stato applicato in maniera più bilanciata, traducendosi nella convinzione che il miglior beneficio per i consumatori finali sia garantito dalla sola conservazione di una struttura di mercato autenticamente competitiva, non mantenuta artificialmente, dunque, ma fondata sul merito. In più, la disciplina *antitrust* europea ha dimostrato una significativa lungimiranza e da tempo ha preso le distanze dalle tentazioni di

declinare il *consumer welfare* in chiave meramente retrospettiva, con lo sguardo solamente rivolto al passato. Infatti, lungi dal limitarsi a condurre valutazioni fondate sul solo esistente per verificare gli effetti sul benessere dei consumatori, l'amministrazione europea del diritto della concorrenza ha saputo valorizzare sempre più l'innovazione, negli ultimi anni molto più rilevante che la semplice efficienza. Nell'ambito della valutazione delle concentrazioni, per esempio, le considerazioni sono inevitabilmente sempre prospettiche, a ponderare l'incidenza delle operazioni sulle tendenze evolutive dei mercati interessati. Per guadagnare in effettività, un simile tipo di accertamento non può oggi limitarsi a prendere in considerazione prodotti esistenti: nel contesto di mercati connotati in modo crescente da economie di scala dinamiche, la valutazione di progetti di ricerca e nuovi prodotti nella *pipeline* delle imprese coinvolte è diventata prassi per le autorità *antitrust* europee, capaci così di proiettarsi alle condizioni di concorrenza che potrebbero registrarsi quando i nuovi prodotti saranno sul mercato.

Tutto ciò nonostante, il dibattito sviluppatosi negli Stati Uniti coinvolge, anche in virtù della coincidenza terminologica, il *consumer welfare* europeo e la necessità di allargare gli interessi protetti dal diritto della concorrenza è avvertita particolarmente urgente non solamente con riferimento al già richiamato ambito della sostenibilità, ma anche riguardo alle sfide della economia digitale.

2. *Consumer welfare e gli accordi di sostenibilità.*

A livello europeo sono proprio gli ambiti del digitale e dello sviluppo sostenibile che mostrano in modo più evidente le ripercussioni della critica al *consumer welfare* tradizionale e dell'attuale ripensamento del ruolo affidato alla disciplina della concorrenza. Per quanto concerne il primo ambito, è sicuramente da segnalare l'adozione del Digital Markets Act (DMA)¹, in cui è possibile cogliere l'implicita ammissione della Commissione di una non totale adeguatezza del diritto *antitrust* ad affrontare le sfide del digitale, preferendo così l'opzione per una regolazione *ex ante*.

Al contrario, con riferimento alla sostenibilità, una serie di importanti iniziative della Commissione e delle varie autorità nazionali (Olanda², Grecia³,

¹ Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale e che modifica le direttive (UE) 2019/1937 e (UE) 2020/1828 (regolamento sui mercati digitali), in GU L 265 del 12 ottobre 2022, 1.

² Si ricorda la pubblicazione, da parte della Autoriteit Consument & Markt (ACM) olandese, delle *Guidelines sustainability claims* (alla prima versione del 28 gennaio 2021 ha fatto seguito l'aggiornamento del 28 giugno 2023, reperibile in <https://www.acm.nl/en/publications/guidelines-sustainability-claims-0>). Da ultimo, in un recente discorso (*'Plugging gaps' in Antitrust Enfor-*

Germania⁴) e una recente modifica legislativa in Austria⁵, testimoniano la tendenza a voler far rientrare una simile preoccupazione nell'ambito del diritto della concorrenza, specie per il tramite delle esenzioni ex art. 101, par. 3, T.F.U.E. Il più soddisfacente ed equilibrato tentativo della Commissione in tal senso è senza dubbio rappresentato dalle Linee direttrici sugli accordi di cooperazione orizzontale, nella parte specificamente dedicata agli accordi di sostenibilità⁶.

Vale la pena rammentare che, se i fallimenti del mercato – nello specifico l'esternalità negativa rappresentata dagli effetti ambientalmente nocivi di cui i produttori e consumatori non tengono conto – non sono debitamente affrontati dalle normative settoriali, gli accordi di cooperazione tra imprese possono svolgere un importante compito positivo di supplenza. In generale, tali accordi rilevano ai sensi dell'art. 101 T.F.U.E. nella misura in cui comportano restrizioni della concorrenza per oggetto o per effetto, ma possono essere giustificati

cement, reperibile in <https://www.acm.nl/en/publications/speech-martijn-snoep-plugging-gaps-antitrust-enforcement>), il presidente dell'ACM Martijn Snoop ha affrontato la questione del rapporto tra disciplina della concorrenza e sostenibilità, affermando l'urgenza di riconoscere da parte delle autorità *antitrust* una «overdeterrence in applying the legal exception for anti-competitive behavior in the context of cooperation between competitors to mitigate climate change and the loss of biodiversity», convinto che «competition policy is not going to solve the climate crisis, but it shouldn't stand in the way of genuine cooperation between competitors to reduce the risks either».

³ Il 22 giugno 2022 la Επιτροπή Ανταγωνισμού (EA) ha reso nota l'adozione di una *Sandbox for sustainable development and competition* (comunicato stampa reperibile in <https://www.epant.gr/en/enimerosi/press-releases/item/2226-press-release-creation-of-the-sandbox-for-sustainable-development-and-competition.html>).

⁴ In occasione della conclusione dell'esame di due casi di cooperazione tra imprese con risvolti in tema di sostenibilità, Andreas Mundt, presidente del Bundeskartellamt, ha affermato: «Competition law does not stand in the way of cooperations for achieving sustainability objectives – on the contrary. Effective competition is part of the solution since sustainability requires innovation, which in turn only emerges in a competitive environment». (comunicato stampa del 18 gennaio 2022, reperibile in https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/EN/Pressemitteilungen/2022/18_01_2022_Nachhaltigkeit.html).

⁵ In occasione del recepimento della direttiva UE n. 2019/1, il Nationalrat ha approvato in data 8 luglio 2021 un disegno di legge di revisione della Kartellgesetz introducendo nel relativo §2.1 una ipotesi di esenzione (con funzione analoga all'art. 101, par. 3 T.F.U.E.) tale per cui «Consumers shall also be deemed to enjoy a fair share of the benefits which result from improvements to the production or distribution of goods or the promotion of technical or economic progress if those benefits contribute substantially to an ecologically sustainable or climate-neutral economy» (traduzione ufficiale reperibile in https://www.bwb.gv.at/fileadmin/user_upload/PDFs/Cartel_Act_2005_Sep_2021_english.pdf).

⁶ Comunicazione della Commissione – Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale, in GU C 259 del 21 luglio 2023, 1; nello specifico, rileva il capitolo 9.

ai sensi del paragrafo 3 del medesimo articolo, se rispettano le quattro condizioni ivi previste⁷. Di queste condizioni, la seconda – quella che richiede che ai consumatori sia riservata una congrua parte dei benefici derivanti dall'accordo – si è rilevata molto problematica proprio nel caso degli accordi di sostenibilità.

Nello specifico, per il tramite delle citate Linee direttrici la Commissione esige che in tale rilevante categoria di consumatori rientrino «tutti gli utilizzatori diretti o indiretti dei prodotti oggetto dell'accordo di cooperazione» e che «i benefici in termini di sostenibilità derivanti dagli accordi devono essere collegati ai consumatori dei prodotti oggetto di tali accordi»⁸. I benefici in questione sono oggetto di un bilanciamento tale per cui la seconda condizione del paragrafo 3 risulta soddisfatta se «i benefici derivanti dall'accordo superano il danno causato dallo stesso»⁹ in termini di aumento dei prezzi o riduzione della scelta; è ben possibile comprendere, dunque, come la delimitazione dei benefici da prendere in considerazione o meno ai fini della giustificazione dell'accordo sia un esercizio quantomai delicato: a tenore delle Linee direttrici, sono tre le tipologie di benefici a rilevare.

In primo luogo sono indicati i «benefici individuali legati all'uso»¹⁰, ad intendere i benefici che derivano dal consumo o dall'uso dei prodotti oggetto dell'accordo di cooperazione (una migliore qualità del prodotto o un prezzo più conveniente). Vengono poi presi in considerazione i «benefici individuali non legati all'uso»¹¹: si tratta di utilità indirette, dovute al fatto che i consumatori preferiscono un prodotto sostenibile, non necessariamente perché sia migliore, ma perché ha un impatto meno negativo sull'ambiente e sugli altri, a vantaggio della società e delle generazioni future; per poter includere questo tipo di benefici nei termini del bilanciamento, le parti dell'accordo di cooperazione devono dimostrare le effettive preferenze dei consumatori e tale valutazione deve basarsi su una porzione rappresentativa di tutti i consumatori del mercato rilevante. Infine, i «benefici collettivi»¹²: si verificano indipendentemente dalla valutazione individuale del prodotto da parte dei consumatori, perché tali benefici non li

⁷ Per comodità del lettore, si ricorda che all'accordo l'art. 101, par. 3, T.F.U.E. richiede: il contributo al miglioramento della produzione o della distribuzione dei prodotti (o dei servizi) o la promozione del progresso tecnico o economico; la destinazione agli utilizzatori di una congrua parte dell'utile che ne deriva; l'imposizione alle imprese partecipanti unicamente di restrizioni indispensabili al raggiungimento dei citati obiettivi; l'impossibilità di ottenere per suo tramite l'opportunità di eliminare la concorrenza per una parte sostanziale dei prodotti interessati.

⁸ Linee direttrici, (nt. 6), par. 569.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ Linee direttrici, (nt. 6), parr. 571-574.

¹¹ *Ivi*, parr. 575-581.

¹² *Ivi*, parr. 582-589.

riguardano direttamente, ma li trascendono, interessando un gruppo più ampio; per rientrare tra i benefici diretti ai fini del bilanciamento, tuttavia, le Linee direttrici prevedono che l'insieme più ampio della collettività beneficiaria ricomprenda i consumatori del mercato rilevante, nei termini di una sovrapposizione sostanziale¹³.

3. Consumer welfare, efficienza (ed altro ancora?).

Come già esposto, è assolutamente condivisibile l'orientamento del prof. De-nozza, che rifiuta di individuare nell'efficienza il criterio cardine per il perseguimento del *consumer welfare* e del resto, nella pratica, non risulta che, almeno in Europa, si sia dato grande spazio alla teoria della efficienza. Ad una osservazione dei costanti orientamenti della Commissione, infatti, se una pratica è considerata restrittiva della concorrenza, è molto difficile riuscire a giustificarla sulla base dell'efficienza risultante dall'operazione.

Persino per le concentrazioni verticali, operazioni in teoria tra le meno problematiche sotto il profilo delle restrizioni della concorrenza e tra le più promettenti per quel che riguarda la prospettiva di un beneficio in termini di efficienze, se la Commissione ritiene di riscontrare una potenzialità e degli incentivi per comportamenti restrittivi della concorrenza¹⁴, è poi estremamente difficile giustificare l'operazione sulla base delle efficienze produttive, con un pesante onere della prova a gravare sulle parti.

In generale, infatti, le concentrazioni verticali danno luogo a miglioramenti di efficienza, come del resto la stessa Commissione è pronta a riconoscere nelle pertinenti linee guida¹⁵: quelli coinvolti sono spesso prodotti o attività complementari, che per i consumatori valgono di più se utilizzati o consumati insieme anziché separatamente¹⁶; l'integrazione verticale può inoltre incentivare la diminuzione dei prezzi e l'aumento della produzione grazie alla «internalizzazione dei doppi

¹³ Attingendo ad uno degli esempi forniti dalle Linee direttrici, è probabilmente da escludere che si abbia una sovrapposizione sostanziale tra i consumatori di abbigliamento e i beneficiari dei benefici ambientali derivanti da un accordo per l'utilizzo di cotone sostenibile che riduce il consumo di sostanze chimiche e acqua nei terreni in cui viene coltivato: è infatti verosimile ritenere che i benefici ambientali che pure deriverebbero dall'accordo si verifichino soltanto nella zona in cui viene coltivato il cotone.

¹⁴ Tra le circostanze più intuitive, l'impresa concentrata potrebbe trovarsi nella posizione di avere la capacità e gli incentivi di limitare le forniture o aumentare il prezzo ai propri concorrenti nel mercato a valle.

¹⁵ Comunicazione della Commissione – Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni non orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, in GU C 265 del 18 ottobre 2008.

¹⁶ *Ivi*, parr. 54-57.

marginii»¹⁷, nonché apportare miglioramenti dei servizi o incentivare l'innovazione. E ancora – tra le ricadute positive delle concentrazioni verticali – si ricordano la potenziale riduzione dei costi di transazione e il conseguente miglioramento in termini di concezione dei prodotti, con una più proficua organizzazione del processo produttivo e delle modalità di vendita.

Per la disciplina europea, comunque, tutto ciò non è abbastanza, dato che si richiede che tali efficienze siano destinate a beneficio dei consumatori, derivino specificamente dalla concentrazione in analisi e infine siano verificabili, con il non indifferente limite per cui, quanto più lontani nel futuro siano gli incrementi di efficienza, tanto minore è il peso che la Commissione può attribuire a tali fattori: i miglioramenti attesi devono essere tempestivi.

Infine, a conferma di una scelta di fondo più attenta al beneficio netto per i consumatori che all'efficienza in sé, per la disciplina europea è più importante una diminuzione dei costi variabili o marginali rispetto a una riduzione dei costi fissi, poiché il calo dei primi ha maggiori probabilità di tradursi in una diminuzione dei prezzi al consumo.

Per portare un esempio concreto della difficoltà di procedere a giustificazioni fondate sull'efficienza, paradigmatico può essere considerato il recente caso Illumina-Grail.

Ad avviso della Commissione la società Illumina, attiva nel sequenziamento genetico, avrebbe acquistato il controllo di Grail, *spin off* della stessa Illumina e intenta a sviluppare un rivoluzionario test per il rilevamento precoce del cancro, capace di individuare centinaia di tipi diversi di tumore in pazienti asintomatici. Nelle valutazioni della Commissione, la situazione è stata inquadrata come una concentrazione verticale, che avrebbe consentito a Illumina di discriminare i concorrenti di Grail, fornendo a questi l'indispensabile tecnologia a monte di cui è proprietaria a prezzi e condizioni meno favorevoli, al fine di favorire il test della sua controllata a valle. A niente è valsa la prospettazione delle maggiori efficienze sopra menzionate, tra cui l'accelerazione di diversi anni dello sviluppo, della produzione e della commercializzazione del test di Grail e la connessa prospettiva di un notevole guadagno in termini di vite salvate: simili benefici non sono stati sufficienti a bilanciare lo svantaggio in termini di potenziale penalizzazione dei concorrenti di Grail e la Commissione, nel settembre 2022, ha adottato una decisione di incompatibilità per la concentrazione in questione¹⁸.

Il caso Illumina è peraltro utile anche a dimostrare la debolezza dell'aggregazione arbitraria di tutti i consumatori nel concetto di *consumer welfare*, debolezza più che opportunamente sottolineata nella riflessione del prof. Denozza.

¹⁷ *Ivi*, parr. 12-14.

¹⁸ Commissione europea – Decisione C(2022) 6454 final, del 6 settembre 2022 (caso M.10188 – ILLUMINA / GRAIL).

Nel caso Illumina e in tanti altri, infatti, è assolutamente necessario procedere ad un accorto bilanciamento degli effetti della concentrazione tra molte categorie di potenziali consumatori diretti e indiretti: primo fra tutti occorre bilanciare il beneficio potenziale agli utilizzatori che potrebbero beneficiare del test in un periodo relativamente breve (anche se, secondo la Commissione, a un prezzo più elevato) con gli utilizzatori nel medio e lungo periodo; ma anche il bilanciamento dei benefici per i vari sistemi sanitari dei vari Stati Membri non dovrebbe essere affatto trascurato.

In simili casi emerge chiaramente la necessità di procedere ad una seconda scelta politica, relativa a quale tra i diversi interessi presenti nelle categorie dei consumatori vada privilegiata. Ed una simile seconda scelta politica può essere agevolmente individuata nel caso American Express¹⁹, nel quale una scelta politica è stata indubbiamente compiuta, per quanto si sia trattato probabilmente di una scelta sbagliata: tale vizio comunque deriverebbe proprio dall'influenza esercitata da interessi estranei rispetto a quelli che l'*antitrust* è solito ponderare, disciplina usata in quel caso come strumento per disincentivare il ricorso al contante a vantaggio dei pagamenti elettronici.

Ecco perché il concetto di *consumer welfare* può continuare a svolgere una funzione importante, perché quanto meno cerca con la prima scelta politica, di limitare il bilanciamento di interessi tra tutti i consumatori, lasciando al legislatore e ad altri più adeguati mezzi la tutela di altri interessi.

4. Conclusioni.

In conclusione e per una riflessione di sintesi, può essere stimolante riprendere l'esempio dell'ambito delle piattaforme digitali. Come detto, il legislatore europeo ha approvato il DMA, peraltro in tempi rapidissimi e alimentando aspettative in termini di *Brussels effect* per la pretesa qualità del modello di regolazione offerto ad esempio per altri ordinamenti nel mondo.

Una lettura più consapevole del dibattito sul ruolo del diritto *antitrust* permette invece di guardare al DMA come una soluzione insoddisfacente, in quanto parziale e sintomo di una scarsa ambizione da parte del decisore europeo. Infatti, di fronte al tumultuoso sviluppo dell'economia digitale secondo dinamiche che riecheggiano le fondamentali soluzioni di continuità proprie delle passate rivoluzioni industriali, è necessario registrare un apparentemente contraddittorio e paradossale arretramento della disciplina della *antitrust*. In altri termini, è come se in questa occasione sia mancata la volontà politico-istituzionale di ricorrere con determinazione alle ampie potenzialità della disciplina della concorrenza, che eppure sarebbe equipaggiata di tutto lo strumentario utile a porre ordine nelle dinamiche del

¹⁹ Ohio v. American Express Co., 138 S. Ct 2274 (2018).

mercato digitale. Nel momento in cui al diritto *antitrust* si chiede insistentemente di accogliere e farsi carico di funzioni ed interessi a questo estranei e che meglio sarebbero soddisfatti da interventi del regolatore, il paradosso sta proprio nel fatto che per uno degli ambiti realmente gestibili dalla disciplina della concorrenza, a livello europeo sia preferito il dedicarsi a non indispensabili nuovi inquadramenti normativi.

E se è vero che “[i]l coraggio, uno non se lo può dare”²⁰, è altrettanto vero che l’opzione di irreggimentare per via regolatoria l’innovazione è storicamente destinata a infrangersi quale vana illusione; un’illusione per di più oggi pericolosamente miope, dato che è nella sola innovazione che è possibile riporre le speranze per un superamento del problematico assetto degli attuali mercati digitali.

²⁰ A. MANZONI, *I Promessi Sposi*, cap. XXV.

Saggi
Articles

Offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. in seguito alla novella dell'art. 100-ter T.U.F.: prime riflessioni

Offer to the public and transfer of shares of s.r.l. following the amendment of Article 100-ter T.U.F.: some initial reflections

Francesco Brizzi *

ABSTRACT:

Lo scritto si occupa delle problematiche suscitate dalla novella dell'art. 100-ter T.U.F. disposta dal d.lgs. n. 30/2023 di attuazione del regolamento (UE) 2020/1503 (regolamento ECSP). In particolare l'attenzione è focalizzata sull'estensione a tutte le s.r.l. della disposizione secondo la quale le quote di partecipazione possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga all'art. 2468 c.c. Sono, quindi, analizzate le antinomie presenti nella formulazione nella norma novellata, specie in rapporto alla permanenza nell'ordinamento dell'art. 2468 c.c. ed al riferimento al regolamento europeo quale limite alla possibilità di offerta al pubblico delle suddette quote. La risoluzione delle questioni poste conduce tuttora a qualificare la s.r.l. "aperta" come società di "diritto speciale", concorrendo a superare le altre criticità presenti nella disciplina, come quelle inerenti alla circolazione delle quote di partecipazione tramite gli intermediari. Sono, inoltre, evidenziate le contraddizioni tra la novella in questione e le altre disposizioni speciali di deroga al diritto societario comune, presenti nel d.l. n. 179/2012 e, *de jure condendo*, nel d.d.l. Capitali, che continuano a riferirsi alle sole PMI in forma di s.r.l., auspicando un intervento estensivo a tutte le s.r.l., in senso analogo alla novella in questione.

This article deals with the issues raised by the amendment of art. 100-ter T.U.F. by Legislative Decree No. 30/2023 implementing Regulation (EU) 2020/1503 (ECSP Regula-

* Professore associato, Università degli Studi di Napoli Federico II; e-mail: francesco.brizzi@unina.it. Il testo riproduce in forma estesa, con le opportune integrazioni ed i riferimenti bibliografici nelle note, la relazione svolta 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". Nel prosieguo si evidenzieranno, in particolare, le aggiunte apportate a seguito delle osservazioni svolte in quella sede dagli studiosi intervenuti nel dibattito.

tion). In particular, the focus is on the extension to all s.r.l. (limited liability companies) of the rule that shares may be the object of public offerings of financial products, as an exception to art. 2468 of the Italian Civil Code. The antinomies present in the wording of the amended provision are then analysed, especially in relation to the retention of art. 2468 of the Civil Code and the reference to the European regulation as a limitation to the possibility of offering the aforesaid shares to the public. The resolution of the questions posed still leads to the qualification of the s.r.l. "aperta" as a company under "special law", helping to overcome other critical issues in the law, such as those inherent in the transfer of shares through intermediaries. Moreover, the inconsistencies between the amendment of art. 100-ter T.U.F. and the other special rules derogating from the common company law, present in Law Decree No. 179/12 and, de jure condendo, in the d.d.l. Capitali, which continue to refer only to SMEs in the form of s.r.l., are highlighted, in favour of an extensive legislative action to all s.r.l., in a similar sense to the amendment in question.

SOMMARIO:

1. Premessa. Il regolamento ECSP e la legge di delega n. 127/2022. – 2. Il dibattito precedente al d.lgs. n. 30/2023 di attuazione del regolamento ECSP. – 3. La novella dell'art. 100-ter T.U.F.: l'antinomia generata dall'estensione a tutte le s.r.l. della disposizione secondo la quale le quote di partecipazione possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga all'art. 2468, primo comma, c.c., ed i possibili criteri di sua risoluzione mediante l'individuazione a livello interpretativo di condizioni aggiuntive della suddetta facoltà. – 4. La perdurante (benché affievolita) distinzione tra s.p.a. e s.r.l. basata sull'appello al pubblico risparmio. – 5. Le ulteriori antinomie tra la novella dell'art. 100-ter T.U.F. ed il mantenimento della categoria della s.r.l. PMI nel d.l. n. 179/2012 e nel d.d.l. Capitali. – 6. I nuovi scenari derivanti dall'impiego della tecnologia a registri distribuiti.

1. Premessa. Il regolamento ECSP e la legge di delega n. 127/2022.

Con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 di attuazione della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti normativi dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2021), il legislatore ha adeguato la normativa nazionale al regolamento (UE) 7 ottobre 2020, n. 1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937 (c.d. *Regulation on European Crowdfunding Services Providers for Business*, d'ora in poi: regolamento ECSP)¹.

¹ Lo schema di decreto legislativo, reperibile su <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/421451.pdf>, era stato approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri in data 9 dicembre

Il decreto legislativo in questione si caratterizza per il fatto di apportare notevoli modifiche all'assetto della disciplina interna in tema di *crowdfunding*, presente nel T.U.F., in funzione dell'armonizzazione massima imposta dalla disciplina europea, tra le quali spicca la novella dell'art. 100-ter, oggetto del presente contributo. Modifiche da leggere anche in vista dell'ulteriore evoluzione legislativa, europea e nazionale, che sta interessando i mercati dei capitali, in specie per effetto delle esigenze di sostegno della competitività che si profilano all'orizzonte, e dell'irrompere sulla scena della tecnologia a registro distribuito, e dunque anche in prospettiva *de jure condendo*.

Prima di trattare l'oggetto indicato, pare opportuno, per sommi capi, dedicare qualche cenno al contenuto, sin troppo noto, del suddetto regolamento, prodromico dell'analisi successiva².

È bene ricordare che il regolamento ECSP, che trova applicazione già dal 10 novembre 2021, fa seguito ad una Proposta³, che si limitava ad introdurre un regime opzionale per i gestori di piattaforme che avessero inteso esercitare la loro attività anche negli altri Stati membri in regime di mutuo riconoscimento, facendo, dunque, salvi i servizi di *crowdfunding* conformi al diritto nazionale. Tale Proposta non è stata, però, ritenuta sufficiente, al fine di realizzare gli obiettivi prefissati dal legislatore europeo nei suoi piani d'azione.

In effetti, il citato regolamento, mutando radicalmente l'approccio contenuto nella Proposta iniziale, stabilisce requisiti uniformi per l'organizzazione, l'auto-rizzazione e la vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, per il funziona-

2022. Sul decreto legislativo in esame, per una breve panoramica, v. di recente, E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *NDS*, 2023, 481 ss.

² Sul regolamento ECSP, cfr. U. PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding*, in *NDS*, 2021, 427 ss., nonché S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 501 ss., entrambi individuando nel dato della prestazione congiunta la caratteristica principale dei servizi di *crowdfunding*, rispetto a quelli presenti nella direttiva MiFID II; e v. anche per una analisi critica, E. MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *EBLR*, 2021, 557 ss.; nonché per un confronto con le altre iniziative legislative europee in tema di *crypto-assets* e di finanza sostenibile, EAD., *The Challenges Awaiting the European Crowdfundings Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, in *Nordic J. of Commercial L.*, 2022, 91 ss. Circa le regole sulla valutazione del merito creditizio, in ordine al *crowdfunding* sul prestito, cfr. F. MATTASOGLIO, *Intelligenza artificiale e DLT. L'innovazione tecnologica al servizio del finanziamento delle P.M.I.*, in *NDS*, 2022, 1555 ss., spec. 1573 ss.; in senso critico sulle regole di protezione degli investitori comuni, v. U. MINNECI, *Titoli di debito*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, III, Torino, Utet, 2022, 808 ss.

³ Su cui cfr. E. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, 12 marzo 2018, in www.dirittobancario.it; in tema ci si permette di rinviare anche a F. BRIZZI, *Nuove tecnologie e modalità di finanziamento delle imprese*, in *I-Lex*, 2019, 194 ss.

mento delle piattaforme di *crowdfunding*, nonché per quanto concerne la trasparenza e le comunicazioni di *marketing* in relazione alla prestazione di servizi di *crowdfunding* nell'Unione (art. 1). Tanto proprio allo scopo di superare le diversità tra le normative nazionali esistenti, sulla base della considerazione secondo la quale queste ultime ostacolerebbero la prestazione transfrontaliera dei servizi di *crowdfunding*, essendo pertanto in grado di incidere sul funzionamento del mercato interno degli stessi (si veda il *considerando* n. 6)⁴. Il tutto nel quadro della strategia avviata con il *FinTech Action Plan*⁵ ed in collegamento con l'*Action Plan* per la *Capital Markets Union* (CMU)⁶.

⁴ Si riporta il testo del *considerando* n. 6: «Le differenze tra le normative nazionali esistenti sono tali da ostacolare la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding e incidono pertanto direttamente sul funzionamento del mercato interno di tali servizi. In particolare, il fatto che il quadro giuridico sia frammentato lungo i confini nazionali crea notevoli costi legali per gli investitori al dettaglio che spesso si trovano di fronte a difficoltà nel determinare quali norme si applichino ai servizi di crowdfunding transfrontalieri. Tali investitori sono pertanto di norma disincentivati dall'investire a livello transfrontaliero attraverso le piattaforme di crowdfunding. Per le stesse ragioni i fornitori di servizi di crowdfunding che gestiscono tali piattaforme sono scoraggiati dall'offrire i propri servizi in Stati membri diversi da quelli in cui sono stabiliti. Di conseguenza, i servizi di crowdfunding sono rimasti finora ampiamente nazionali, a scapito di un mercato del crowdfunding a livello di Unione, il che ha privato le imprese dell'accesso ai servizi di crowdfunding, soprattutto nei casi in cui tali imprese operano in mercati nazionali più piccoli».

⁵ Si tratta del *FinTech Action Plan*, contenente la prima proposta di regolamentazione europea del *crowdfunding* [Commissione Europea – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano d'Azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, COM(2018) 109 final, Bruxelles, 8 marzo 2018].

⁶ Ci si riferisce al noto *Action Plan* predisposto dalla Commissione europea [Commissione – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, Bruxelles, 30 settembre 2015, reperibile sul sito eur-lex.europa.eu: cfr., *ex multis*, P. SCHAMMO, *Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market*, in *ECFR*, 2017, 217 ss.] al termine di un periodo di consultazione, avviata a seguito della pubblicazione di un Libro verde nel febbraio 2015 [Commissione europea, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, Bruxelles, 18 febbraio 2015, reperibile su eur-lex.europa.eu] in ordine alla proposta di una *Capital Markets Union*, con individuazione delle soluzioni idonee a ridurre la frammentazione dei mercati ed a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese. Proposta che, nelle intenzioni dei suoi sostenitori, doveva intendersi quale giusto seguito dei cambiamenti che l'introduzione dell'Unione bancaria aveva apportato al finanziamento dei mercati bancari e finanziari, oltre che quale appropriata azione volta a rinvigorire la crescita dell'economia europea ed a creare nuova occupazione [si veda, al riguardo, C.V. GORTSOS, *The Foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the CMU Action Plan and Their Implementation* (January 9, 2022), disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4005259>, 3 ss., che all'uopo riporta le parole di Yves Mersch, all'epoca membro dell'*executive board* della Banca centrale europea, che definì l'economia europea alla stregua di «a plane flying on one engine, the bank financing»]. Successivamente alla valutazio-

Tre sono, invero, i pilastri su cui, mutuando le parole della Relazione illustrativa allo schema del decreto legislativo di attuazione, si basa il regolamento in questione, quali: a) autorizzazione unica con regime (completo) di passaporto; b) *governance* e regole organizzative; c) regole di condotta e informative. Il regolamento stabilisce, infatti, che i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono operare solo previa autorizzazione richiesta all'autorità nazionale competente cui spetta l'attività di vigilanza (capo III); prevede che gli stessi debbano possedere determinati requisiti gestionali ed operativi ed osservare determinate regole di condotta (capo II); assicura agli investitori un articolato regime di tutela (capo IV), che si sostanzia nel dovere dei fornitori di offrire informazioni ai clienti (art. 19) ed ai potenziali investitori (artt. 23-24), di verifica circa l'appropriatezza dei servizi offerti (art. 21) e di fissazione di un periodo di riflessione precontrattuale (art. 22) a favore degli investitori non sofisticati.

Al riguardo, i servizi di *crowdfunding* contemplati nel regolamento consistono nella «prestazione congiunta dei servizi di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti e nel collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi a fini di crowdfunding, non sulla base di un impegno irrevocabile, su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori» (v. il *considerando* n. 10: enfasi nostra), al netto di quelli che sono espressamente esclusi (ossia: i servizi forniti a titolari di progetti che sono consumatori; altri servizi ad essi connessi, forniti conformemente al diritto nazionale; offerte superiori ad un importo di €. 5.000.000: art. 1, par. 2, regolamento ECSP).

Su questa base il servizio di *crowdfunding* è definito dall'art. 2, par. 1, lett. a), del regolamento come «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding, che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'al-

ne dei risultati intermedi operata nel 2017, ed all'esito delle nuove proposte ad opera dell'*High Level Forum on the Capital Markets Union* nel suo *Final Report* del 2020 (*A New Vision for Europe's Capital Markets*, su cui cfr. K. LANGENBUCHER, *Building a Capital Market – the Final Report of the High Level Forum on the EU Capital Market Union*, in *ECFR*, 2020, 601 ss.), la stessa Commissione ha dato vita ad un *new Action Plan* [Commissione europea – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, Bruxelles, 24 settembre 2020]. Il nuovo Piano di azione si basa, in effetti, su quattro pilastri: 1) ripresa dalla crisi pandemica; 2) transizione verde e trasformazione digitale; 3) economia più inclusiva; 4) competitività globale e autonomia strategica aperta dell'UE. Con tale piano la Commissione si impegna in relazione a 16 azioni per conseguire i suoi tre obiettivi principali: 1) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; 2) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; 3) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico. Sul punto ci si permette di rinviare, anche per altri riff., a F. BRIZZI, *S.R.L. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*, Torino, Giappichelli, 2022, 13 ss.

legato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1) di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding». Si tratta, dunque, di una definizione prodromica di una disciplina comune per tutti i gestori di *crowdfunding*, e che, come giustamente nota la predetta Relazione illustrativa, assimila l'*investment-based* ed il *lending-based crowdfunding*.

Con riferimento al tema del presente scritto, si può constatare che valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* rappresentano l'oggetto di quel segmento dei servizi di *crowdfunding*, previsto dal regolamento ECSP, corrispondente alle attività del collocamento senza impegno irrevocabile e della ricezione e trasmissione di ordini, che la direttiva MiFID II include tra i servizi e attività di investimento concernenti strumenti finanziari. Su di essi, pertanto, occorre soffermarsi, a partire dalla loro definizione.

In effetti, per valori mobiliari, stando al sistema delle definizioni previsto dal medesimo art. 2, par. 1, lett. *m*), regolamento ECSP, si intendono quelli di cui all'art. 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE⁷; mentre per «strumenti ammessi a fini di crowdfunding», stando invece alla definizione di cui alla successiva lett. *n*), si intendono le *azioni* 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 (enfasi nostra).

Con riferimento a tale ultima definizione, ad onta di talune perplessità iniziali discendenti dal dato letterale (che utilizza il termine «azioni»), la dottrina pare concorde nel ritenervi ricomprese le quote di partecipazione di società, ancorché non rappresentate da azioni. Tanto tenendo conto del tenore del *considerando* n. 13⁸ e delle versioni del testo del regolamento in lingua diversa da quella italiana,

⁷ Vale a dire: «le categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad es.: *a*) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e ricevute di deposito azionarie; *b*) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; *c*) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire i valori mobiliari indicati alle lettere *a*) e *b*) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure» (definizione fatta propria dal legislatore interno con l'art. 1, comma 1-*bis*, T.U.F.).

⁸ «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. Pertanto, il presente regolamento contempla e permette servizi di crowdfunding connesso a valori mobiliari. Le azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata costituite a norma del diritto nazionale degli Stati membri sono anche liberamente trasferibili sui mercati dei capitali e non dovrebbe, di conseguenza, esserne impedita l'inclusione nell'ambito di applicazione del presente regolamento».

e precisamente inglese, francese e tedesca⁹, che suggeriscono una soluzione teleologicamente orientata volta alla suddetta conclusione. Soprattutto si pone in luce che una differente soluzione non sarebbe coerente con il dato normativo di fonte UE, che ammette già ai fini del *crowdfunding* le azioni di società, in quanto ricomprese tra i valori mobiliari, almeno secondo la definizione MiFID II, richiamata dal testo regolamentare¹⁰. Ma – questo è il punto che maggiormente interessa – resta pur fermo che il regolamento richiede ai fini dell’ammissione al *crowdfunding* l’assenza di restrizioni che ne impedirebbero di fatto il trasferimento, comprese quelle relative alle modalità di offerta. Il che, in definitiva, lascia al legislatore nazionale la scelta finale se consentire l’offerta sulle piattaforme di *crowdfunding* delle quote di società che non possono essere ricomprese nella definizione di valori mobiliari¹¹.

Il punto verrà ripreso, ma giova sin d’ora sottolineare come sino al d.lgs. n. 30/2023 di attuazione del regolamento ECSP, non sussisteva alcun dubbio circa il fatto che le uniche quote di s.r.l. ammesse al *crowdfunding* di diritto europeo, sarebbero state le quote di s.r.l. PMI¹²: proprio perché le sole esentate, per espressa previsione legislativa contenuta tanto nel d.l. n. 179/2012 (art. 26, quinto comma), quanto nel T.U.F. (art. 100-ter, primo comma *bis*), dal divieto di offerta al pubblico quali prodotti finanziari, da ritenersi *a contrario*, laddove operante, un’invalicabile restrizione circa le modalità di offerta¹³.

Rispetto alla proposta iniziale, il regolamento ECSP se ne differenzia, tra l’altro, per la previsione di un periodo transitorio, ormai decorso, durante il quale sarebbe stato ancora possibile fornire i servizi conformemente al diritto nazionale¹⁴. Tale periodo, inizialmente destinato a cessare il 10 novembre 2022, o in data anteriore qualora il fornitore avesse ricevuto l’autorizzazione, è stato in seguito prorogato dal regolamento delegato (UE) 12 luglio 2022, n. 1988, fino

⁹ Nel testo del *considerando* citati e nelle disposizioni regolamentari, nelle versioni di lingua inglese, tedesca e francese compaiono rispettivamente, i termini «shares», «Anteile», «parts»: cfr. S. CORSO, (nt. 2), 509 ss.

¹⁰ Cfr. S. CORSO, (nt. 2), *loc. cit.*

¹¹ Cfr. i rilievi di P. SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al «pubblico» di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, 31 ss.

¹² S. CORSO, (nt. 2), 511, nt. 35.

¹³ Tutto questo a prescindere dal potere delle autorità competenti, designate da ciascun Stato membro, di consentire, indipendentemente da esplicite previsioni di legge, l’utilizzo delle «azioni», pur non rientranti nella categoria dei valori mobiliari, ai fini del regolamento, purché soddisfino le condizioni della richiamata lett. *n*) e salvo restando l’obbligo di informare annualmente l’ESMA «riguardo ai tipi di società private a responsabilità limitata e le relative azioni offerte e che rientrano nell’ambito di applicazione del presente regolamento, con riferimento al diritto nazionale applicabile» (art. 2, parr. 2 e 3, regolamento ECSP).

¹⁴ Tanto al netto della possibilità degli Stati membri di prevedere procedure di rilascio di autorizzazioni semplificate (art. 48, par. 2, regolamento ECSP).

al 10 novembre 2023¹⁵. La previsione del periodo transitorio è stata necessitata anche per consentire agli Stati membri di individuare i soggetti responsabili delle informazioni offerte agli investitori, nonché di identificare le autorità competenti responsabili dell'espletamento delle funzioni e dei compiti previsti nel regolamento, oggetto di successiva informazione all'ESMA (art. 29 ss. regolamento ECSP).

Si arriva così all'emanazione della citata l. delega n. 127/2022, il cui art. 5, individua i principi e i criteri direttivi specifici per l'adeguamento della normativa interna al regolamento ECSP, relativamente ai servizi di *crowdfunding* considerati¹⁶. Norma di delega che ha trovato attuazione con il d.lgs. n. 30/2023, il quale,

¹⁵ Ciò in conformità con il potere di proroga assegnato dal regolamento alla Commissione, da esercitare a seguito di una valutazione da parte della stessa Commissione previa consultazione dell'ESMA (art. 48, par. 3, regolamento ECSP). Quest'ultima si era, in effetti, espressa nel senso dell'estensione, a favore però dei soli gestori che avessero richiesto la suddetta autorizzazione entro il 1° ottobre 2022, ma la Commissione, con il regolamento delegato (UE) 12 luglio 2022, n. 1988, ha più semplicemente prorogato il periodo transitorio fino al 10 novembre 2023, e questo al fine di evitare perturbazioni nei grandi mercati nazionali del *crowdfunding*, che sarebbero derivate dall'impossibilità per le autorità nazionali competenti di completare le procedure di autorizzazione entro il 10 novembre 2022.

¹⁶ Si riportano qui di seguito i principi ed i criteri direttivi di cui al testo dell'art. 5 l. n. 127/2022: «a) attribuire al titolare del progetto o ai suoi organi di amministrazione, direzione e controllo, la responsabilità delle informazioni fornite nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, nei casi previsti dall'art. 23, par. 10, regolamento (UE) 2020/1503 (ossia nei casi in cui: «a) le informazioni chiave siano fuorvianti o imprecise; b) la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento omette informazioni fondamentali, necessarie per aiutare gli investitori a valutare se finanziare il progetto crowdfunding»; n.d.r.); b) attribuire al fornitore dei servizi di crowdfunding la responsabilità delle informazioni contenute nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma nei casi previsti dall'art. 24, par. 5, regolamento (UE) 2020/1503 (ossia nei casi in cui: «a) le informazioni sono fuorvianti o imprecise; b) la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma omette informazioni chiave che aiutino gli investitori nel valutare se investire attraverso la gestione individuale di portafogli di prestiti»; n.d.r.); c) individuare la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) quali autorità competenti responsabili dell'espletamento dei compiti e delle funzioni previste, ai sensi dell'articolo 29, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503, avendo riguardo alle rispettive funzioni, anche prevedendo forme di opportuno coordinamento per evitare duplicazioni e sovrapposizioni e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati; d) individuare la CONSOB quale punto di contatto unico con l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ai sensi dell'art. 29, par. 2, regolamento (UE) 2020/1503; e) prevedere il ricorso alla disciplina secondaria adottata dalle autorità individuate alla lettera c), nel rispetto delle competenze ad esse spettanti nell'ambito e per le finalità specificamente previsti dal regolamento (UE) 2020/1503 e dalla legislazione dell'Unione europea attuativa del medesimo regolamento, anche con riferimento a procedure di autorizzazione semplificate per i soggetti che, alla data di entrata in vigore del regolamento (UE) 2020/1503, risultino già autorizzati a norma del diritto nazionale a prestare servizi di crowdfunding, ai sensi dell'art. 48 del medesimo regolamento; f) prevedere che le autorità individuate ai sensi della lettera c) dispongano di tutti i poteri di indagine e di vigilanza necessari allo svolgimento dei loro compiti, in conformità a quanto previsto dall'articolo 30 del regolamento (UE) 2020/1503 e in coerenza con i

all'art. 1, nel disporre le modifiche di adeguamento del T.U.F. al regolamento ECSP, quale ad es. l'abrogazione dell'art. 50-*quinquies* T.U.F. in tema di gestione dei portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, ha indicato nella CONSOB e nella Banca d'Italia, secondo le rispettive competenze, le autorità competenti rispetto alle funzioni previste dal citato regolamento (si veda l'art. 4 *sexies.1* T.U.F., inserito dall'art. 1 d.lgs. n. 30/2023), ed ha interamente novellato l'art. 100-*ter* T.U.F., mutandone anche la rubrica («offerte di crowdfunding»), in luogo di «offerte attraverso portali per la raccolta di capitali»¹⁷.

Dalla lettura dell'art. 5 l. n. 127/2022, si evince agevolmente che il Governo non ha ricevuto alcuna delega volta ad ampliare gli strumenti ammessi ai fini del *crowdfunding* dal regolamento ECSP. Un risultato, questo, che sembra invece emergere dalla sua attuazione. Il riferimento è, in particolare, all'estensione a tutte le s.r.l., da parte del citato art. 100-*ter* T.U.F., della disposizione, a rischio di incostituzionalità per eccesso di delega (v. *infra*), secondo la quale, in deroga all'art. 2468 c.c., le quote di partecipazione possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche mediante le piattaforme di *crowdfunding*, al fine di incrementare la raccolta di finanziamenti a titolo di capitale di rischio.

Si tratta, questo, di un esito che, pur non essendo armonico rispetto al d.l. n. 79/2012, che continua a riferirsi, all'art. 26, commi secondo, quinto e sesto, relativamente ad alcune deroghe al diritto societario comune¹⁸, alle sole PMI, sebbene in forma di s.r.l., pare chiaramente volto ad estendere al massimo grado la possibilità di raccogliere fondi tramite l'utilizzo delle piattaforme di *crowdfunding* da parte del tipo societario menzionato. Il che si accompagna ad una serie di ulteriori

poteri di cui esse dispongono in base alla legislazione vigente; g) attuare l'articolo 39 del regolamento (UE) 2020/1503 coordinando le sanzioni ivi previste e quelle disciplinate dalle disposizioni nazionali vigenti sull'esercizio del potere sanzionatorio da parte della Banca d'Italia e della CONSOB, nel rispetto dei criteri, dei limiti, delle procedure e del regime di pubblicazione previsti dallo stesso regolamento, e prevedendo, per le violazioni individuate dal medesimo articolo 39, le misure amministrative e le sanzioni amministrative pecuniarie ivi previste, fermi restando i massimi edittali ivi stabiliti e quanto previsto dall'articolo 39, paragrafo 2, lettera d), in coerenza con i minimi edittali stabiliti dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, per le violazioni della disciplina in materia di gestione di portali».

¹⁷ Proprio le due ultime norme citate del T.U.F., unitamente al regolamento ECSP, hanno poi legittimato la CONSOB ad emanare il nuovo regolamento sul *crowdfunding* [«Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese e degli articoli 4-*sexies.1* e 100-*ter* del Tuf»], adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023 (in vigore dal 12 giugno 2023).

¹⁸ Il riferimento è alla facoltà dell'atto costitutivo di creare categorie di quote fornite di diritti diversi ed alla possibilità per la società di rendersi acquirente delle stesse quote, cui può aggiungersi la facoltà di creare quote prive di voto o con voto limitato (art. 26, commi secondo, terzo e sesto, d.lgs. n. 179/2012).

adeguamenti della legislazione interna al regolamento ECSP, che hanno comportato l'abrogazione di alcune norme nazionali perché ritenute, a torto o a ragione, in contrasto con la disciplina europea; e l'esplicitazione di nuove ipotesi di responsabilità a tutela degli investitori.

In particolare, la novella dell'art. 100-ter T.U.F. ha fatto venir meno la previsione che assegnava alla CONSOB il compito di determinare la disciplina delle offerte condotte attraverso portali per la raccolta di capitali, in modo da assicurare che almeno una quota degli strumenti offerti fosse sottoscritta da investitori qualificati, e tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali in caso di cessione del controllo da parte dei relativi soci a favore di terzi¹⁹. Essa, d'altro canto, in ossequio ai dettami della legge delega e dello stesso regolamento ECSP, ha sancito la responsabilità del titolare del progetto relativamente alle informazioni contenute nella scheda contenente le informazioni chiave dell'investimento nei casi previsti dall'art. 23, par. 10 regolamento ECSP; nonché la responsabilità del fornitore dei servizi di investimento, relativamente alle informazioni chiave contenute nella scheda contenente le informazioni chiave a livello piattaforma, nei casi previsti dall'art. 24, par. 5, regolamento ECSP.

¹⁹ Più precisamente, l'art. 100-ter, secondo comma, T.U.F. stabiliva quanto segue: «la CONSOB determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma 1, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di quote dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi». Il che, come è noto si era tradotto nelle previsioni contenute nell'art. 24 del regolamento CONSOB n. 18592/13. In particolare, il secondo comma della norma citata prevedeva il dovere del gestore di verificare, ai fini del perfezionamento di ogni singola offerta, che una quota pari al 5% degli strumenti finanziari fosse sottoscritta da investitori professionali o dalle altre categorie individuate in possesso di determinati requisiti, stabilendo, altresì, la riduzione al 3% delle soglie individuate per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato. Il primo comma della stessa norma prevedeva, inoltre, il dovere del gestore di verificare l'inserimento nello statuto o nell'atto costitutivo delle PMI – con una disposizione che incideva sulla libera volontà negoziale in funzione della tutela degli interessi coinvolti – di previsioni che stabilissero: a) il diritto di recesso o il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, ovvero clausole che attribuissero un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni, nonché modalità e condizioni di esercizio, destinati a sorgere qualora i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferissero direttamente o indirettamente il controllo a terzi in favore di investitori diversi da quelli professionali o dalle altre categorie di investitori indicate, diritti riconosciuti per almeno 3 anni; b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito *internet*.

2. Il dibattito precedente al d.lgs. n. 30/2023 di attuazione del regolamento ECSP.

Al fine di comprendere a fondo l'incidenza delle novità accennate, giova riprendere le fila del dibattito precedente al d.lgs. n. 30/2003 di attuazione del regolamento ECSP.

Tale dibattito, come in parte anticipato, è scaturito dall'introduzione nel nostro ordinamento, nel contesto delle altre misure derogatorie del diritto societario comune già indicate, della disposizione, contenuta nell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, e ribadita successivamente dall'art. 100-ter, primo comma bis, T.U.F. (aggiunto dal d.lgs. n. 129/2017), secondo la quale, in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, primo comma, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire l'oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, *anche* attraverso i portali per la raccolta di capitali (enfasi nostra), «nei limiti previsti dalle leggi speciali», secondo la dicitura propria dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, ovvero, secondo quanto precisato dal citato primo comma bis dell'art. 100-ter, «nei limiti previsti dal presente decreto», vale a dire lo stesso T.U.F.²⁰

Come è noto, fu la riforma del diritto societario ad inserire la regola del codice civile, derogata dalle previsioni citate, secondo cui le partecipazioni dei soci di s.r.l. non possono, invece, costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Un divieto che si aggiungeva a quello, preesistente, di rappresentare le quote di partecipazione da azioni, e come questo destinato a confluire nell'art. 2468, primo comma, c.c., nella nuova formulazione²¹. Ciò contribuì a chiarire un aspetto, quello della preclusione della s.r.l. dal ricorso al pubblico risparmio, non del tutto pacifico nel vigore della disciplina *ante* riforma²², ed al contempo a rafforzare la connotazione tipologica della s.r.l. rispetto alla s.p.a., ponendo il nostro ordinamento in linea con quelli che contenevano e tuttora contengono norme di simile tenore²³.

²⁰ In tema, limitandoci alle principali opere monografiche, si vedano, anche per riff. bibl., S. CORSO, *Le s.r.l. "aperte" al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Milano, Giuffrè, 2021, 11 ss.; S. GUIZZARDI, *L'accesso al capitale di rischio delle società innovative a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2022, 5 ss.; P. SPOLAORE, (nt. 11), 1 ss.; se si vuole, F. BRIZZI, (nt. 6), 22 ss.

²¹ Secondo la versione iniziale *post* riforma, il divieto concerneva la sollecitazione all'investimento, ma è pacifico il mutamento solo terminologico intervenuto con l'impiego della locuzione «offerta al pubblico di prodotti finanziari», a seguito del recepimento della direttiva 2003/71/CE mediante il d.lgs. n. 5/2007.

²² Tanto risulta dimostrato dal dibattito precedente alla riforma del diritto societario: sul punto, per i relativi riff., ci si permette di rinviare a F. BRIZZI, (nt. 6), 69 ss.

²³ Per i riff., cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile*.

L'esplicita deroga stabilita per le sole PMI in forma di s.r.l. per certi versi sembrava suggerire un superamento del divieto. Superamento in parte necessitato dall'implementazione delle tecnologie informatiche sottese alle piattaforme di *crowdfunding*, pur se non esaurito da tale fenomeno – per esplicita scelta legislativa, ed in senso contrario ad altre esperienze giuridiche²⁴ –, come la presenza dell'avverbio «anche» nelle norme considerate stava (e per certi versi sta ancora) a testimoniare. Un superamento, però, tale solo in apparenza, posto che l'affermazione della “possibilità in deroga” determinava il risultato, a tratti paradossale, di rafforzare sul piano normativo l'esistenza del suddetto divieto, ancorché destinato ad operare nei confronti delle sole s.r.l. “grandi”, ossia di una percentuale statisticamente assai esigua delle imprese che avessero rivestito la suddetta veste societaria²⁵. Il che poneva, semmai, la questione della legittimità costituzionale del differente trattamento riservato alle une e alle altre delle realtà imprenditoriali appartenenti all'universo s.r.l., acuita dalla condivisione dell'opinione secondo la quale al superamento dei limiti dimensionali quel divieto sarebbe tornato in tutto e per tutto operativo. Una diversità giustificabile, entro certi limiti, in quanto coerente con il disegno legislativo interno ed europeo di favorire la crescita delle piccole e medie imprese attraverso l'accesso ai mercati, e dunque anche per il tramite del *crowdfunding*²⁶. Questione preceduta dal quesito, ad essa propedeutico, circa la configurazione della s.r.l. PMI quale nuovo “tipo” societario, a cui la dottrina tendeva in genere, con varietà di percorsi, a rispondere in senso negativo²⁷.

Commentario, fondato e già diretto da P. SCHLESINGER, continuato da F.D. BUSNELLI, Artt. 2462-2474, I, Milano, Giuffrè, 2010, 504 s., testo e note di corredo.

²⁴ Per una breve panoramica, cfr. S. CORSO, (nt. 20), 75 ss.; F. BRIZZI, (nt. 6), 41 ss.; tale argomento è stato oggetto della relazione svolta al seminario in epigrafe da P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico* (il cui testo, destinato a tradursi in un lavoro di prossima pubblicazione su questa *Rivista*, si è potuto consultare per gentile cortesia dell'A.).

²⁵ Rilievo diffuso: si vedano i dati Istat indicati da ultimo in G. ZANARONE, *La s.r.l. A vent'anni dalla riforma del diritto societario*, Milano, Giuffrè, 2023, 34 ss., spec. 36, nt. 37.

²⁶ Con la conseguente imposizione alle s.r.l. divenute “grandi”, che avessero voluto continuare ad usufruire delle risorse provenienti dai mercati, di trasformarsi in s.p.a. (v. anche *infra*, nel testo).

²⁷ Si vedano in particolare gli scritti di M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss., spec. 841 ss.; ID., *Il tipo s.r.l.?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 293 ss., circa l'enucleazione di più sottotipi (ovvero di co-tipi) riconducibili alla s.r.l., seguendo, tuttavia, una logica di rifiuto della destrutturazione del tipo ed individuando la matrice unitaria del tipo s.r.l. nella necessaria presenza di partecipazioni esprimenti un ruolo endoorganizzativo del socio, posizione che escludeva, quindi, l'ammissibilità di una s.r.l. PMI con sole partecipazioni finanziarie; in direzione analoga, cfr. C. RINALDO, *La multiformità della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2020, 1519 ss.; R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, *Sui diritti di controllo del socio nella s.r.l. aperta*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 497 ss., spec. 516 ss., propensi ad inquadrare la s.r.l. PMI quale mera variante di s.r.l. ordinaria, escludendo la sua riconduzione ad autonomo tipo societario, anche alla luce del concetto di “deroga” adoperato dall'art. 26, commi secondo e quinto, d.l. n. 179/2012, oltre che dall'as-

Tutto questo concorreva, però, ad alimentare il problema, di non agevole soluzione e rilevante anche in ambiti differenti da quello dell'offerta al pubblico delle quote, della esatta perimetrazione delle PMI, quale determinato dal rinvio delle fonti interne a quelle europee e dal susseguirsi di modifiche degli atti normativi che avevano ed hanno tuttora dettato una tale definizione²⁸.

Di là da tale questione, gli interventi normativi di cui si è detto hanno dischiuso ulteriori sviluppi interpretativi, scaturiti dalla qualificazione delle quote di partecipazione delle s.r.l. PMI. Se, in effetti, risultava pressoché pacifica, ad onta di talune voci contrarie, la ricomprensione delle quote di partecipazione nella categoria dei prodotti finanziari, di cui all'art. 1, primo comma, lett. u), T.U.F., non altrettanto era a dirsi rispetto alla ricomprensione della stessa in quella degli strumenti finanziari e segnatamente nella sottocategoria dei valori mobiliari²⁹. Ed è chiaro che una risposta positiva ad entrambi i quesiti, in una con la riconduzione delle quote di s.r.l. PMI all'interno della categoria valori mobiliari, avrebbe consentito (e come si vedrà più innanzi consentirebbe tuttora) di avvicinare ulteriormente le quote di s.r.l. PMI alle azioni di s.p.a., dischiudendo nuovi scenari in tema di incremento dei canali di finanziamento sotto forma di capitale di rischio³⁰, sino a configurare una vera e propria s.r.l. PMI per azioni³¹.

senza di una clausola di rinvio alla disciplina della s.r.l. ordinaria o della s.p.a. Diversamente, sarebbe proprio la destrutturazione del tipo, ovvero la causa ibrida della s.r.l. o la sua poliforme funzionalità a costituire le chiavi di lettura delle recenti riforme in tema di s.r.l., e che dunque impedirebbero, per altra via, di intravedere nella deroga al divieto di offerta al pubblico l'insorgere di un nuovo tipo societario (cfr., con varietà di accenti, P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 426; D.U. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 498 ss.; A.D. SCANO, *Il "tipo"*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, I. Milano, Giuffrè, 2020, 82 ss., che discorre per la s.r.l. di «forma senza tipo»; P. SPOLAORE, (nt. 11), 12, ove ult. riff.; sulla destrutturazione del tipo, a commento degli ampi spazi concessi all'autonomia privata dalla riforma del diritto societario, cfr. già A.A. DOLMETTA, *Sul tipo S.r.l.*, in *S.r.l. Commentario. Dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. DOLMETTA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2011, 25, su cui v. di recente R. SACCHI, *Note a margine del saggio di Aldo Dolmetta sul tipo s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 569 ss.).

²⁸ Cfr. C. MALBERTI, *La nozione di PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata*, in questa *Rivista*, 2021, 1195 ss., ove un esame approfondito della questione; se si vuole, cfr. F. BRIZZI, (nt. 6), 87 ss.

²⁹ Ad ostare in senso contrario poteva militare l'argomento fondato sul divieto di rappresentazione delle quote da azioni, in specie laddove interpretato quale divieto di scomposizione del capitale sociale in partecipazioni-tipo, e non limitato a quello di emettere titoli di credito. Un dibattito, tuttora attuale, alimentato dall'ammissibilità da parte dell'atto costitutivo di una s.r.l. PMI di creare categorie di quote con diritti diversi, questa previsione potendo o meno essere interpretata come legittimità della creazione di quote standardizzate sotto il profilo oggettivo. Ed ancora si trattava di verificare se nella disciplina delle quote di s.r.l. PMI fossero presenti meccanismi di protezione *erga omnes* a favore dell'acquirente, in specie basati sulla buona fede, una volta che fosse stata accolta una nozione di negoziabilità ristretta, al fine della ricomprensione delle quote tra i valori mobiliari (v. anche *infra* nel testo).

³⁰ Si fa riferimento all'ammissibilità della negoziazione delle quote ai MTF, e segnatamente a

3. *La novella dell'art. 100-ter T.U.F.: l'antinomia generata dall'estensione a tutte le s.r.l. della disposizione secondo la quale le quote di partecipazione possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, in deroga all'art. 2468, primo comma, c.c., ed i possibili criteri di sua risoluzione mediante l'individuazione a livello interpretativo di condizioni aggiuntive della suddetta facoltà.*

Tanto premesso, si può iniziare ad entrare nel vivo dell'argomento, tentando di verificare l'incidenza del novellato art. 100-ter T.U.F. sulle questioni sollevate. Ci si riferisce, in particolare, per usare le parole della citata Relazione illustrativa, alla soppressione della disposizione normativa che limitava l'ambito oggettivo di applicazione delle offerte al pubblico, condotte attraverso portali per la raccolta dei capitali, ai soli strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, imprese sociali, organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese³². A tale soppressione ha fatto seguito la riscrittura della norma, i cui primi cinque commi si occupano ora delle sole quote di partecipazione emesse da (tutte le) s.r.l., a prescindere dalle dimensioni delle relative imprese, sia per quel che riguarda l'offerta al pubblico delle stesse, sia per quel che concerne il sistema di intestazione e di trasferimento alternativo alle regole di circolazione ordinaria di cui agli artt. 2470, secondo comma, c.c. e 36, primo comma *bis*, d.l. n. 112/2008. Tanto sul presupposto, non esplicitato dalla legge né dalla Relazione illustrativa, del sicuro inquadramento delle azioni di società per azioni nei valori mobiliari oggetto dei servizi di *crowdfunding*, in virtù di quanto previsto dal diritto europeo, come prima precisato³³.

quelli tra di essi definibili come mercati di crescita: sul punto cfr., in particolare, E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.; in senso restrittivo, cfr. P. SPOLAORE, (nt. 11), 69 ss.

³¹ Per tale assunto, si veda P. BENAZZO, *Start-up e pmi innovative*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione commerciale*, diretto da R. SACCO, Aggiornamento, Torino, Utet, 2017, 483 ss.; ID., *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss., spec. 1459 s.

³² A tale riguardo si legge nella Relazione, in modo pressoché laconico, quanto segue: «Si è ritenuto opportuno sostituire l'intero articolo per ragioni di chiarezza e certezza normativa, nonché di questioni di tecnica normativa». Le modifiche introdotte riguardano, inoltre, anche la sostituzione della dicitura portali per la raccolta di capitali con quella di piattaforme di *crowdfunding*, in ossequio alla terminologia adottata dal regolamento europeo [art. 2, par. 1, lett. *d*), regolamento ECSP] che definisce la piattaforma di *crowdfunding* «un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di crowdfunding».

³³ In sostanza, può ritenersi che il legislatore abbia avvertito solo l'esigenza di legiferare sulle quote di partecipazione di s.r.l., non essendovi dubbio alcuno circa l'idoneità delle azioni di s.p.a. a costituire oggetto di un'offerta sulle piattaforme di *crowdfunding*.

Dispone, adesso, il primo comma dell'art. 100-ter T.U.F., in sostituzione dell'ormai abrogato primo comma *bis* del medesimo articolo, 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». In sostanza, la scelta dell'ordinamento, nel dare attuazione al regolamento europeo, è stata quella di eliminare *in toto* e per tutte le s.r.l. la restrizione, quanto alla modalità di offerta, costituita dal divieto di offrire le partecipazioni quali prodotti finanziari.

Si tratta di una scelta in linea di principio apprezzabile, che sembra tenere conto del dato statistico, dal quale emerge che circa il 99% delle s.r.l. (dunque la quasi totalità) gode dei requisiti dimensionali propri della PMI³⁴; e che, in definitiva, nella misura in cui include anche le s.r.l. grandi nel regime di esonero, si riconcilia con il senso comune, che vede le grandi imprese maggiormente attrezzate per l'accesso ai mercati, privando al contempo di attualità ogni dubbio di costituzionalità su tale profilo della disciplina (dubbio evidentemente prospettabile solo nel vigore della situazione normativa precedente). Essa si pone, inoltre, in linea con gli obiettivi di politica legislativa, interna ed europea, di crescita delle piccole e medie imprese, il cui conseguimento rischiava di essere frustrato dalla sussistenza di un limite dimensionale, che poteva anche configurare un deterrente per la realizzazione del passaggio dalla dimensione di piccola e media a quella di grande da parte della singola realtà d'impresa, posto che il suo superamento avrebbe imposto alla singola s.r.l., che avesse voluto continuare ad attingere al mercato del pubblico risparmio, la trasformazione in s.p.a., stante il ripristino dell'operatività del divieto codicistico. Di contro, essa rischia forse di segnare il definitivo tramonto della linea di demarcazione tra s.p.a. e s.r.l. quale apportata dalla riforma del diritto societario, contribuendo ancor più ad incrinare il sistema della tipicità ed il principio di ordine pubblico che esso esprime, fondato sulla generale riconoscibilità dei codici organizzativi nel traffico giuridico³⁵.

Si vedrà in seguito se quest'ultima osservazione sia corretta o se non sia forse ancora possibile individuare una linea di confine tra s.p.a. e s.r.l., fondata sull'appello al pubblico risparmio, pur nel comune riconoscimento della loro potenziale apertura ai mercati. Preme, invece, da subito evidenziare come la tecnica, con la quale si è inteso perseguire gli obiettivi indicati, non possa dirsi esente da censure, e per più di un aspetto.

Spicca innanzitutto il mantenimento, nell'*incipit* della disposizione, della

³⁴ *Supra*, nt. 25.

³⁵ Cfr., nel vigore della precedente formulazione, G. ZANARONE, (nt. 25), 494.

formulazione derogatoria rispetto alla norma del codice civile, di cui all'art. 2468 c.c., presente già nel testo previgente del primo comma *bis* dell'art. 100-*ter* T.U.F. («in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma 1, c.c.»). Si tratta di una soluzione apparentemente inspiegabile, in grado di generare un vero e proprio ossimoro, essendo il medesimo riferimento alle partecipazioni di s.r.l., oggetto al contempo del divieto e della sua deroga³⁶. E che, a tacer d'altro, sembrerebbe tendere ad alimentare (in modo artificiale, si direbbe) quel rapporto tra diritto generale e diritto speciale che, venuta meno la limitazione dell'esonero dal divieto alle sole piccole e medie imprese, pur al netto delle differenti *sedes materiae* delle due disposizioni (quella del codice civile e quella del T.U.F.), potrebbe non trovare più alcuna giustificazione. Il tutto senza considerare il contrasto, generato dal decreto di attuazione, tra la norma del testo unico novellata e quella del d.l. n. 179/2012, rimasta invece immutata, nella misura in cui quest'ultima continua ad esonerare le sole s.r.l. PMI dal divieto codicistico in questione (art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012). Un contrasto vieppiù amplificato dalla perdurante vigenza per la sola s.r.l. PMI delle altre deroghe di diritto societario, quali quelle in tema di categorie di quote, di esclusione o limitazione del diritto di voto, e di operazioni sulle proprie quote (art. 26, commi secondo, terzo e sesto, d.l. n. 179/2012).

Senza dubbio ci si trova al cospetto di un'antinomia, derivante dal fatto che entrambe le disposizioni, quella codicistica, che esprime il divieto di offerta al pubblico, e quella del T.U.F., che dispone la sua deroga, senza apparenti specificazioni, sono munite di validità dal punto di vista temporale, spaziale, personale e materiale³⁷. E tuttavia ci si avvede agevolmente che nessuno dei criteri consueti di risoluzione dei conflitti antinomici (criterio cronologico, criterio gerarchico, criterio della specialità)³⁸, può condurre ad un utile risultato.

In particolare, non pare godere di alcuna utilità il criterio cronologico. In effetti, di primo acchito si sarebbe tentati di ritenere abrogato tacitamente (o implicitamente) il divieto *ex art.* 2468, primo comma, c.c. ad opera della norma

³⁶ Per invero una differenza terminologica è da riscontrarsi in ciò, che l'art. 2468, primo comma, c.c. si riferisce alle partecipazioni di s.r.l., nel mentre l'art. 100-*ter*, primo comma, T.U.F. concerne le quote di partecipazione di s.r.l. Si tratta, tuttavia, di una differenza preesistente al decreto di attuazione, e che può forse trovare la sua spiegazione nella maggiore conferenza del sintagma «quota di partecipazione» alla logica dei mercati finanziari, in quanto espressivo di una valutazione sul mercato quale bene unitario, soggetto alla relativa negoziazione: per tale rilievo, cfr. M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 27), 418 s.

³⁷ Cfr. N. BOBBIO, *Teoria generale del diritto*, Torino, Giappichelli, 1993, 213 ss. In argomento, più di recente, cfr. anche R. GUASTINI, *Interpretare e argomentare*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 2011, 105 ss.

³⁸ Su tali criteri si veda ancora N. BOBBIO, (nt. 37), 217 ss.; R. GUASTINI, (nt. 37), 113 ss.

novellata³⁹, ad onta della sua non eccepibile formulazione⁴⁰. È questa, tuttavia, una soluzione, che ad una più approfondita analisi, si rivela difficilmente percorribile, in quanto espone il decreto delegato di attuazione – e precisamente l’art. 1, dodicesimo comma, lett. d), d.lgs. n. 30/2023, nella parte in cui dispone la novella dell’articolo in questione – al rischio di una censura di incostituzionalità per eccesso di delega legislativa. La legge di delega, le cui disposizioni, come è noto, concorrono a formare, quali norme interposte, il parametro di legittimità costituzionale, non contiene, invero, alcuna previsione espressa di autorizzazione del legislatore delegato all’abrogazione di una norma del codice civile. Né l’assegnazione di tale potere discrezionale può farsi discendere dalla *ratio* della disciplina europea⁴¹, come quella contenuta nel regolamento ECSP, una

³⁹ Come è noto, in linea di principio, l’espressione abrogazione tacita (o implicita), in contrapposizione all’abrogazione espressa, si riferisce indistintamente ai fenomeni, indicati dall’art. 15 prel., dell’abrogazione per incompatibilità di una data disposizione con altra precedente, regolante la medesima fattispecie (c.d. abrogazione per incompatibilità in senso stretto, per distinguerla dall’incompatibilità in senso ampio, che caratterizza l’intero fenomeno abrogativo) e della c.d. abrogazione per nuova disciplina (cfr. R. GUASTINI, *Dalle fonti alle norme*², Torino, Giappichelli, 1992, 245). È dato, tuttavia, riscontrare in letteratura un’ulteriore classificazione, che assegna alla situazione abrogativa per prima menzionata la qualifica di abrogazione tacita, ed alla seconda quella di abrogazione implicita (G. ZAGREBELSKY, *Il sistema costituzionale delle fonti del diritto*, Torino, Edizioni Giuridiche Economiche Scientifiche, 1984, 41; R. BIN, G. PITRUZZELLA, *Diritto costituzionale XXIV*, Torino, Giappichelli, 2023, 344 s.): su tali questioni, cfr. anche V. MARCE-NO, *La legge abrogata. Esistenza, validità, efficacia*, Torino, Giappichelli, 2013, 30 ss. (ed anche *infra*, nt. successiva).

⁴⁰ Gli è infatti che nell’ottica dell’abrogazione tacita la formulazione derogatoria non trova alcuna giustificazione. In particolare non pare che la stessa possa spiegarsi in relazione alla persistenza nell’art. 2468 c.c. del divieto di rappresentare le quote da azioni (considerando, cioè, quest’ultimo divieto e quello di offrire al pubblico le quote quali componenti di un’endiadi), come dimostrato dal dibattito precedente alla riforma del diritto societario, non mancando voci favorevoli ad ammettere la sollecitazione all’investimento di quote di s.r.l., pur in presenza del divieto in questione (*supra*, § 2). Tale riflessione scaturisce dai rilievi mossi dal prof. Carlo Ibba, che il sottoscritto ringrazia, alla relazione presentata al seminario in epigrafe.

⁴¹ Secondo i noti indirizzi della Corte costituzionale, infatti, in caso di recepimento (della) o di adeguamento (alla) normativa europea, il legislatore delegato gode di ampio potere discrezionale, ad onta della specificità dei principi e criteri direttivi contenuti nella legge delega (si veda la rassegna contenuta in *La delega della funzione legislativa nella giurisprudenza costituzionale*, a cura di R. NEVOLA, D. DIACO, reperibile in www.cortecostituzionale.it, spec., sul punto che interessa, 397 ss.). Tale potere discrezionale, nel caso dell’attuazione di norme direttamente applicabili quali quelle contenute in un regolamento europeo, risulta finalizzato a riordinare la materia in modo da evitare incompatibilità con il medesimo: un passaggio, questo, non obbligato, visto il potere-dovere del giudice nazionale di disapplicare le norme incompatibili, e che tuttavia risulta preferibile svolgere al fine di garantire la certezza del diritto. Non a caso l’art. 32 della l. n. 234/2012 in tema di principi e criteri direttivi generali di delega per l’attuazione del diritto dell’Unione europea (in argomento, cfr. F. SCUTO, *L’evoluzione del rapporto Parlamento-Governo nella formazione e nell’attuazione della normativa e delle politiche dell’Unione Europea*, in *Rivista AIC*, 1/2015, 22 ss.; D. GIROTTI, *Parlamento e Unione Europea*, in *Dir. cost.*,

volta che si interpreti quest'ultima quale disciplina che assegna piena libertà agli Stati membri circa la scelta finale se consentire l'offerta delle quote di società, che non possono essere ricomprese nella definizione di valori mobiliari, sulle piattaforme di *crowdfunding*⁴².

Ne consegue che l'antinomia in questione dovrà risolversi, anche in ossequio al canone dell'interpretazione costituzionalmente orientata, attraverso l'ausilio di un'interpretazione correttiva, idonea a conservare entrambe le norme ed a dimostrare che l'incompatibilità è soltanto apparente⁴³.

Un tentativo siffatto deve cioè mirare ad individuare un campo di applicazione per entrambe le disposizioni. Ed il suo buon esito può forse discendere dalla loro lettura sincronica, più che diacronica, giungendo a fondere i due enunciati normativi, attraverso la ricostruzione per via interpretativa delle condizioni ulteriori, per lo più implicite o inesprese, che rendono ammissibile la deroga all'art. 2468, primo comma, c.c.⁴⁴ Una norma, quest'ultima, che dunque parrebbe esprimere tuttora un divieto, quello di offerta al pubblico, suscettibile di rilevare ancora come connotato tipologico della s.r.l., sia pure di *default*, perché derogabile in presenza di condizioni ancora da identificare⁴⁵. E dunque classificabile quale norma

2022, 41 ss.; si vedano altresì gli scritti contenuti nel volume *Attuare il diritto dell'Unione Europea. Un bilancio a 5 anni dall'entrata in vigore della legge n. 234 del 2012*, a cura di E. MOAVERO MILANESI, G. PICCIRILLI, Bari, Cacucci, 2018, 11 ss.) puntualmente richiamato dall'art. 5 della legge di delegazione 2021 (l. n. 127/2022), prescrive che il legislatore delegato, ai fini di un migliore coordinamento con le discipline vigenti per i singoli settori interessati dalla normativa da attuare, introduca «le occorrenti modificazioni delle discipline stesse, anche attraverso il riassetto e la semplificazione normativa, con l'indicazione esplicita delle norme abrogate» (enfasi nostra; in argomento, cfr. G. DE GREGORIO, *Sull'eccesso di delega del decreto legislativo di adeguamento del Codice Privacy alla disciplina del Regolamento (UE) 679/2016*, in *MediaLaws. Rivista di diritto dei media*, 2018, 420 ss., ove rife. anche giurisprudenziali). Da ciò potrebbe discendere l'incostituzionalità per eccesso di delega delle previsioni, come quella in esame, ove interpretate quali abrogazione implicite della normativa preesistente. D'altro canto, la disposizione in oggetto non pare neppure configurare un esempio di abrogazione c.d. in-nominata, fenomeno ricorrente nella prassi legislativa allorché il legislatore dichiara abrogate tutte le norme incompatibili con una data legge; tanto a prescindere dal fatto che la riconduzione di questa ipotesi al genere dell'abrogazione espressa è solo apparente (cfr. V. MARCENÒ, (nt. 37), 30 e 35 s.). Tale ultima riflessione scaturisce dagli stimoli ricevuti a seguito dell'intervento in senso critico di A.D. Scano, che il sottoscritto ringrazia, in occasione dello svolgimento del seminario indicato in epigrafe.

⁴² *Supra*, § 1.

⁴³ N. BOBBIO, (nt. 37), 226.

⁴⁴ Trattandosi, dunque, di produrre norme a mezzo di norme (espresse), quale aspetto del procedimento di interpretazione creativa: v. sul punto, R. GUASTINI, (nt. 37), 155 ss., ove una schematizzazione dei più noti ragionamenti che conducono a tale esito.

⁴⁵ Per la tesi secondo la quale la connotazione del tipo discende dall'articolazione complessiva della disciplina e non dalle sole norme inderogabili, v. G.C.M. RIVOLTA, *Diritto delle società. Profili generali*, in *Tratt. di dir. comm.*, fondato da V. BUONOCORE, diretto da R. COSTI, Torino, Giappichelli, 2015, 148 s., incline a distinguere il piano della tipicità da quello dell'imperatività.

ad inderogabilità relativa, nella misura in cui sia riscontrabile la sussistenza di presupposti e limiti della suddetta derogabilità⁴⁶.

Una prima (parziale) risposta nella ricerca delle suddette condizioni può essere offerta prendendo le mosse dalla constatazione secondo la quale, espunto il riferimento alle piccole e medie imprese, tutte le s.r.l. (e non più solo le s.r.l. PMI) dovrebbero a questo punto considerarsi potenzialmente aperte⁴⁷. L'assunto sembra però persuasivo solo in senso limitato e generico, banale essendo la constatazione secondo la quale né in sede di aumento né tanto meno in quella di costituzione risulta obbligatoria l'offerta al pubblico delle quote⁴⁸. D'altra parte, la genericità dell'assunto discende anche dall'ulteriore constatazione, circa l'assenza nella disciplina del tipo di una normativa speciale che governi questa apertura, essendo, come noto, quella generale ispirata piuttosto alla chiusura al pubblico risparmio ed al principio della rilevanza centrale del socio [art. 3, primo comma, lett. a), l. n. 366/2001] in contrapposizione con il principio della rilevanza centrale dell'azione, che informa la disciplina della s.p.a. (art. 4, primo comma, l. n. 366/2001), come si rimarcherà anche nel prosieguo. È dunque da condividersi l'affermazione, formulata già in precedenza in relazione alle s.r.l. PMI⁴⁹, circa l'assoggettamento della s.r.l., pur se potenzialmente aperta, all'integrale applicazione della disciplina del tipo, senza che la potenziale apertura prevista dalla disciplina speciale richieda di per sé una qualsivoglia integrazione dello statuto normativo, ovvero una correzione del medesimo anche solo a livello interpretativo.

La messa in rilievo della (solo) potenziale apertura di tutte le s.r.l. consente perciò di trasporre alla s.r.l. in quanto tale la distinzione, che la dottrina aveva provato a tracciare con riguardo alle s.r.l. PMI, tra s.r.l. chiusa e s.r.l. "effettivamente" aperta, posto che solo per quest'ultima andranno ricercate le condizioni per una eventuale differenziazione di disciplina, anche solo da un punto di vista interpretativo.

Una distinzione che in relazione alla s.r.l. PMI e adesso in relazione alla s.r.l. in quanto tale si prestava e si presta ad essere costruita individuando il momento in cui una s.r.l. può essere ritenuta "effettivamente" aperta, profilo rispetto al qua-

⁴⁶ G.C.M. RIVOLTA, (nt. 45), 151 s.

⁴⁷ Ben si intende che alla locuzione "società aperta", come noto, dal carattere polisemico, va qui attribuito non il significato di società che ricorre al mercato del capitale di rischio, secondo la dicitura propria dell'art. 2325-bis c.c., bensì quello lato, di società le cui azioni o quote sono state oggetto di offerta al pubblico. V. anche *infra*, nt. 62.

⁴⁸ Quest'ultima osservazione vale, naturalmente, sempre che si riconosca l'ammissibilità di costituzione di una s.r.l. per pubblica sottoscrizione: possibilista sul punto, relativamente alla s.r.l. PMI, ma con ragionamento estensibile ora a tutte le s.r.l., M. DI RIENZO, *Il procedimento di costituzione*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 27), 296 ss.

⁴⁹ P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 31), 1461 s.

le non si riscontrava un'unanimità di posizioni⁵⁰. A tale riguardo, se il problema da risolvere è quello di individuare il momento a partire dal quale troverà applicazione una disciplina differenziata per la s.r.l. aperta – da ricostruire in via interpretativa, a seconda delle sensibilità degli interpreti, con sottrazioni ed addizioni di disciplina, ovvero dando maggiore risalto all'autonomia statutaria – deve ritenersi che il suddetto statuto in tanto abbia ragione d'essere, in quanto emerga una destinazione delle quote di partecipazione al mercato, proprio perché è questa destinazione che fa sorgere l'esigenza di una disciplina speciale, in ipotesi derogatoria di quella comune, indipendentemente dal momento in cui si realizzi effettivamente l'apertura. Una destinazione che potrà/dovrà avvenire nella stessa deliberazione di aumento di capitale sociale, da attuare mediante offerta a terzi, quale specificazione delle modalità di sottoscrizione da parte dei terzi, in conformità del dettato normativo di cui all'art. 2481-*bis*, secondo comma, terza parte, c.c.; ovvero ancor prima in sede di atto costitutivo, eventualmente in seno alla clausola autorizzatrice circa l'esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione (art. 2481-*bis*, primo comma, seconda parte, c.c.)⁵¹.

⁵⁰ Tale momento certamente doveva dirsi coincidente con quello in cui l'offerta al pubblico si fosse concretizzata (O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 27), 105, ma esso, secondo un'opinione (P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 31), 1461), si identificava anche con quello in cui l'assetto partecipativo si fosse (eventualmente e precedentemente) conformato a tale obiettivo al fine di una sua migliore realizzazione: tanto per effetto di una specifica scelta statutaria, a prescindere cioè da un'immediata sollecitazione, ma avvalendosi delle ulteriori deroghe permesse dalla disciplina speciale in punto di avvicinamento delle quote alle azioni (deroghe peraltro che continuano ad essere vevolevoli per le sole s.r.l. PMI). In senso ancora diverso, cfr. anche R. GUIDOTTI, L. ORCIANI, (nt. 27), 519 s., in ordine alla distinzione tra s.r.l. PMI *potenzialmente* aperta e s.r.l. *propriamente* aperta, precisando che tanto la s.r.l. aperta, intesa come quella che abbia usufruito della deroga al divieto codicistico di offerta al pubblico, tanto la s.r.l. chiusa che si sia limitata ad emettere categorie speciali, andrebbero considerate appartenenti alla categoria delle società para-azionarie. Ma v. anche nota successiva.

⁵¹ Ove, peraltro, si ritenga che l'autonomia statutaria acquisti ulteriori spazi di intervento per effetto dell'apertura ai mercati, in specie sul piano del contenuto dei diritti, da ricostruirsi eventualmente in termini di autonomia statutaria condizionata (per questa posizione, ci si permette di rinviare a F. BRIZZI, (nt. 6), *passim*, spec. 48 e 293 ss., ove riff.) deve ritenersi che l'adattamento dell'atto costitutivo, con la previsione di eventuali clausole in deroga al diritto comune, ulteriori a quelle già previste, limitatamente alle s.r.l. PMI, dalla legislazione speciale, in tanto avrà efficacia in quanto si realizzi l'offerta al pubblico. Ne consegue che le modifiche statutarie propedeutiche alla futura offerta delle quote sul mercato saranno inefficaci, se e nella misura in cui non ricorra l'effettiva offerta (si vedano sul punto le riflessioni, in tema di società quotata, di P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, 219, nt. 15, riprese in M. SCIUTO, P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. Portale, vol. 1*, Torino, Utet, 2004, 85 s., nt. 156, circa l'inefficacia delle clausole dell'atto costitutivo di società quotate in contrasto con il diritto comune: inefficacia perdurante sino all'avvenuta quotazione). È quanto può ritenersi che accada, ad es., in ordine all'offerta di quote di s.r.l. PMI prive del diritto di controllo, reputando che siffatta ipotesi

Se si condividono i precedenti rilievi, è lecito individuare una condizione di legittimità della suddetta apertura, e dunque a monte della realizzazione dell'offerta, la quale, per quanto detto, non può più essere ricercata nel mancato superamento di un limite dimensionale (quest'ultimo potendo valere al più per la conformazione dell'assetto partecipativo rivolto a tal fine mediante l'utilizzo dell'istituto delle categorie speciali di quote: v. *infra*, § 5). Essa deve, invece, identificarsi, in virtù di un'interpretazione correttiva (e forse anche ortopedica), finalizzata ad eliminare l'aporia di cui si diceva, nell'esistenza di una specifica ed apposita autorizzazione, inserita nell'atto costitutivo o in sede di deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale, volta a permettere la suddetta apertura e ad individuarne in modo dettagliato le modalità, sia che la stessa avvenga mediante l'emissione di quote ordinarie, sia che si realizzi attraverso l'emissione di categorie speciali (ma su tale ultimo passaggio potrebbe ancora rilevare il limite dimensionale di cui si diceva), ed anche in ordine all'eventuale piattaforma da utilizzare, in ogni caso eliminando ogni discrezionalità dell'organo amministrativo in materia⁵². Una autorizzazione specifica, questa, in assenza della quale nessuna offerta al pubblico, né in via diretta né indiretta, potrebbe ritenersi ammissibile⁵³.

sia legittima a condizione che sia nominato l'organo di controllo. Una soluzione, questa, difficilmente estensibile alle s.r.l. grandi, impossibilitate ad emettere, a legislazione vigente, categorie di quote con diritti diversi, salvo non ammettere l'utilizzo a tal fine dell'istituto dei diritti particolari (v. *infra*, § 5), e salva naturalmente la derogabilità del medesimo diritto a livello generale della disciplina del tipo. In ogni caso, non pare azzardato osservare che il diritto di controllo individuale, derogabile o meno che sia, rappresenti a tutti gli effetti uno strumento di tutela dell'investitore, configurando un'ulteriore tecnica disponibile a livello societario, ove si adotti la forma della s.r.l. (riflessione, questa, che scaturisce dalle osservazioni espresse dal prof. Francesco Denozza durante lo svolgimento del seminario in epigrafe): sebbene la sua valenza in concreto sia suscettibile di mutare, a seconda che la società si apra o meno ai mercati, in conseguenza del temperamento tra interesse della società e del socio, che il principio di adeguatezza organizzativa impone agli amministratori di realizzare (arg. ex art. 2086, secondo comma, c.c.).

⁵² In altri termini, non sarebbe legittima una deliberazione di aumento di capitale che si limiti a consentire l'offerta al pubblico dell'inopato, in assenza di specificazioni come quelle descritte nel testo, contenute nella stessa deliberazione o a monte nell'atto costitutivo. Più in generale, sulle notevoli problematiche interpretative suscitate dalla disciplina codicistica, cfr. M. SPERANZIN, *Disciplina del non sottoscritto nell'aumento di capitale di s.r.l.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 178 ss., che in particolare reputa inapplicabili le previsioni statutarie di limitazione delle circolazioni al caso dell'offerta al pubblico delle quote di partecipazione.

⁵³ Ove la risposta fosse affermativa, la norma risultante da tale lettura sincronica potrebbe essere quella che stabilisce e consente la deroga al divieto, alla condizione che la suddetta deroga sia oggetto di un'esplicita manifestazione di volontà dei soci all'interno dell'atto costitutivo o in sede di deliberazione di aumento del capitale sociale. Ne consegue che la lettura sincronica che si diceva potrebbe dare vita in via interpretativa ad un unico ipotetico enunciato normativo, dal seguente tenore: «1. Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni, né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. 2. In deroga a quanto previsto dal primo comma, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire, previa disposizione dell'atto

Ulteriori condizioni potrebbero poi essere ricostruite da una più attenta lettura del dato normativo emergente dal novellato primo comma dell'art. 100-ter T.U.F. (prescindendo per il momento dalla disposizione codicistica derogata). Anch'esso presenta una contraddizione *prima facie* non agevolmente dipanabile. Se per un verso la norma continua a prevedere l'avverbio «anche» subito prima della locuzione «attraverso le piattaforme di *crowdfunding*» – confermando, dunque, la scelta del nostro ordinamento di consentire l'offerta al pubblico delle quote di partecipazione di s.r.l. anche al di fuori dei portali *on-line* –, per altro verso la stessa dispone che la suddetta offerta debba avvenire «nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503» in tema di piattaforme di *crowdfunding* (essendo stata soppressa la dicitura «nei limiti del presente decreto», come già accennato). Ancora una volta ci si trova di fronte ad un'antinomia, posto che i limiti previsti dal regolamento a tutta evidenza dovrebbero applicarsi alle sole offerte canalizzate all'interno delle piattaforme di *crowdfunding*. L'esplicito riferimento ai limiti al regolamento europeo si pone chiaramente in contrasto con l'avverbio «anche» cui prima si faceva riferimento. Anche in tal caso, una prima opzione interpretativa potrebbe essere quella di considerare caducato l'avverbio in questione e reputare che l'unica offerta al pubblico ammissibile sia ormai quella che si realizza all'interno delle piattaforme di *crowdfunding*.

A ben vedere è questa una risposta che non può ritenersi davvero necessitata.

Al fine di dipanare la contraddizione emersa, occorre svolgere qualche preliminare considerazione sull'ammissibilità delle offerte al pubblico al di fuori dei portali alla luce della situazione normativa previgente, e dunque sul rilievo che assumeva l'avverbio «anche» in quel contesto normativo. In precedenza, infatti, risultava pressoché pacifica la sussistenza di tale possibilità⁵⁴, ad onta di qualche autorevole opinione contraria⁵⁵, con la conseguenza che le suddette of-

costitutivo o specifica deliberazione assembleare, oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari nei limiti di quanto previsto dalla disciplina speciale». Ma si potrebbe anche andare oltre, e ritenere che la decisione di apertura deve essere in ogni caso supportata da una relazione dell'organo gestorio che illustri l'operazione dal punto di vista sia giuridico sia economico, sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2358 c.c. in tema di divieto di assistenza finanziaria. Di talché la sua mancanza o la sua carente predisposizione potrebbe costituire fonte di responsabilità gestoria ed essere fatta valere dai soci quale vizio di legittimità della deliberazione di aumento di capitale sociale in sede di impugnazione. Tutto questo in aggiunta alla possibilità di riconoscere nella decisione di apertura, ricorrendone le condizioni, un'operazione che comporti una sostanziale modifica dell'oggetto sociale quale determinato dall'atto costitutivo, con le note conseguenze in termini di insorgenza del diritto di recesso: sul punto, v. F. BRIZZI, (nt. 6), 339 ss.

⁵⁴ 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, 708 ss.; N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. CIAN, C. SANDEI, Padova, Cedam, 2020, 243; P. BENAZZO, *Categorie di quote*, (nt. 31), 1453 ss.

⁵⁵ M. NOTARI, *Analisi de jure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in questa *Rivista*, 2019, 241 ss.

ferte avrebbero dovuto rispettare le regole generali *ex art. 93-bis* T.U.F., a partire dall'obbligo di prospetto informativo e relative esenzioni. Con la necessaria precisazione secondo la quale, ove le quote di s.r.l. PMI fossero state inquadrate all'interno della categoria dei valori mobiliari, come ritenuto da una parte della dottrina, almeno ricorrendo date condizioni (i.e. standardizzazione oggettiva e tutela dell'acquirente in buona fede), le stesse avrebbero dovuto essere considerate «titoli», ai sensi e per gli effetti dell'art. 2, par. 1, regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. regolamento Prospetto). Al contrario, ove non si fosse convenuto su tale qualificazione, ovvero non fossero sussistite in concreto le condizioni alla base della stessa, avrebbe dovuto trovare applicazione la disciplina interna in tema di offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli (art. 94-*bis* T.U.F.). Con l'ulteriore corollario di reputare tali offerte esentate dall'obbligo di prospetto informativo qualora, rispettivamente, il relativo corrispettivo, calcolato nell'arco temporale di 12 mesi, fosse contenuto nel *range* tra €. 1.000.000,00 e 8.000.000,00 (in relazione alle offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli)⁵⁶; ovvero fosse inferiore a €. 1.000.000,00 (in relazione alle offerte diverse da titoli), limite, quest'ultimo, valevole anche per le offerte veicolate per il tramite dei portali *on-line* (art. 100-*ter*, primo comma, ult. per., nella previgente versione). Ed era questo un assetto che, in fondo, andava a concretizzare quei «limiti del presente decreto» richiamati dal primo comma *bis* dell'art. 100 T.U.F. nella precedente formulazione.

Il rinvio ai limiti posti dal regolamento ben potrebbe essere inteso, allora, in senso correttivo, come riferito al limite quantitativo in esso previsto (€. 5.000.000): con la conseguenza di reputare ammissibile un'offerta anche al di fuori della piattaforma, purché contenuta entro i limiti quantitativi indicati dalla disciplina europea in tema di *crowdfunding*; e con l'ulteriore corollario di ritenere tale offerta in ogni caso soggetta alle esenzioni dagli obblighi di prospetto informativo, quali previste tanto dal regolamento Prospetto, relativamente alle offerte concernente titoli, tanto dal T.U.F. e regolamento CONSOB in materia, riguardo alle offerte concernenti prodotti diversi dai titoli: esenzioni applicabili a seconda che le quote siano o meno qualificabili come valori mobiliari⁵⁷.

Proseguendo oltre in questa direzione, potrebbe finanche reputarsi che un'of-

⁵⁶ Per quelle inferiori a 1.000.000,00, vale direttamente l'esenzione stabilita dal regolamento Prospetto; nel mentre quella indicata nel testo corrisponde all'attuazione della scelta offerta agli Stati membri dal medesimo regolamento (nel nostro ordinamento all'art. 100, secondo comma, T.U.F.), qual è quella di esentare le offerte che abbiano il corrispettivo indicato.

⁵⁷ Ove si accolga il punto di vista espresso nel testo, si conseguirebbe un esito interpretativo analogo a quello in precedenza prospettato, sebbene in via ipotetica e tendenzialmente rigettato, in via di interpretazione del divieto di offerta al pubblico *ex art. 2468 c.c.*, come divieto riferito non solo alla fattispecie, ma anche alla sua disciplina: con il risultato di consentire il lancio di un'offerta, ove la stessa fosse rientrata in una delle esenzioni previste dalla legge all'art. 100 T.U.F. (A. GUACCERO, (nt. 54), 707).

ferta al pubblico di quote di s.r.l., condotta al di fuori della piattaforma di *crowdfunding*, in tanto sia ammissibile in quanto, ancorché esente dal regime del prospetto, sia necessariamente correlata, al pari di quella condotta all'interno della suddetta piattaforma, alla predisposizione di un progetto specifico, inteso quale progetto concernente una o più attività economiche individuate, che la s.r.l. intende finanziare mediante l'appello al pubblico risparmio⁵⁸.

Ancora, il riferimento ai limiti al regolamento ECSP si presta ad individuare un'ulteriore differenziazione rispetto ad un'offerta al pubblico di azioni lanciata al di fuori delle piattaforme di *crowdfunding*. Il suddetto rinvio conduce, infatti, a negare legittimità ad un'offerta al pubblico di quote di partecipazione lanciata da un socio, e dunque da un soggetto diverso dalla società emittente: restando così preclusa l'offerta di vendita al pubblico di quote di partecipazione condotta al di fuori delle piattaforme. Tanto analogamente a quanto deve ritenersi, in conformità dell'analogo esito interpretativo dell'art. 100-ter T.U.F. previgente⁵⁹, relativamente al regime delle offerte in seno alle piattaforme di *crowdfunding*⁶⁰.

⁵⁸ Il regolamento ECSP definisce il progetto come «la o le attività commerciali per le quali il titolare di progetti persegue l'obiettivo di ottenere finanziamenti tramite l'offerta di crowdfunding», ma tale locuzione, come correttamente osservato da P. SPOLAORE, (nt. 11), 40 s., va intesa nel senso precisato dalla Commissione europea, in modo da ricomprendere qualsiasi attività economica esercitata da una persona giuridica o fisica, in grado di tradursi in una fonte di profitto o di altro genere di vantaggio per i suoi soci/partecipanti/beneficiari, incluse le imprese *non-profit* (ESMA, *Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 10 march 2023, reperibile su www.consob.it, Answer 3.1., 10 novembre 2021).

⁵⁹ In effetti, precedentemente al d.lgs. n. 30/2023, l'ammissibilità di offerte di vendita di quote di partecipazione e più in generale di strumenti finanziari poteva trovare supporto nell'art. 50-quinquies, secondo comma, T.U.F., abrogato per effetto del decreto in questione. Quest'ultima norma contemplava, in riferimento ai gestori c.d. autorizzati, quale condizione per l'esercizio di gestione dei portali, la trasmissione di ordini (non solo) di sottoscrizione (ma anche) di compravendita degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale ai soggetti preventivamente indicati (e v. sul punto A. GUACCERO, (nt. 54), 712). La soluzione negativa si lasciava tuttavia preferire anche nel contesto normativo previgente, in virtù del chiaro tenore letterale dell'art. 100-ter T.U.F., che al primo comma circoscriveva l'ammissibilità di offerte sui portali solo laddove avessero ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari, degradandosi il riferimento agli ordini di compravendita ad una mera imprecisione lessicale: cfr. 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, 856 s.; F. BRIZZI, (nt. 6), 189). Tale soluzione non necessariamente doveva estendersi all'offerta realizzata al di fuori dei portali (e v., infatti, per l'ammissibilità anche di offerte di vendita di quote, N. CIOCCA, A. GUACCERO, *op. cit.*, 856 s., argomentando dalla dicitura in seno all'art. 100-ter, primo comma *bis*, T.U.F. delle offerte al pubblico di prodotti finanziari).

⁶⁰ L'ammissibilità delle sole offerte di sottoscrizione di quote di s.r.l., siano queste intese alla stregua di valori mobiliari che di strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*, in seno alle piattaforme di *crowdfunding*, dovrebbe, infatti, discendere pacificamente dal sistema delle definizioni proprie del regolamento ECSP (*supra*, § 1), con particolare riferimento a quella del servizio di *crowdfun-*

Tali risultati, ove condivisi, appaiono indicativi della persistente validità, ancorché residuale, del divieto di offrire al pubblico le quote di s.r.l., di cui all'art. 2468 c.c., concorrendo a rimarcare la differenza tra s.p.a. e s.r.l. ed a rafforzare il convincimento circa l'impossibilità e forse anche l'inutilità di configurare una categoria trasversale di società aperte⁶¹, trattandosi, piuttosto, di enucleare diverse forme di apertura, a seconda del tipo di riferimento, cui correlare distinti regimi normativi⁶².

ding corrispondente all'attività di cui all'art. 1, par. 2, lett. *ii*), inteso come «l'attività di collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE di valori mobiliari e strumenti ammessi ai fini di crowdfunding emessi da titolari di progetto o società veicolo, e ricezione e trasmissione di ordini di cui al punto 1) di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding» (enfasi nostra), unitamente alla legittimazione del solo titolare del progetto, intesi in senso lato come la o le attività economiche a reperire fondi accedere a tali servizi. In argomento, cfr. P. SPOLAORE, (nt. 11), 38 ss., assegnando precipua rilevanza alla destinazione della provvista finanziaria raccolta alla specifica attività concernente il progetto oggetto dell'offerta (il che conduce l'A. ad individuare una somiglianza rilevante della s.r.l. *crowdfunded* con il fenomeno dell'OICR chiuso, ai fini del ricorso all'applicazione analogica della disciplina di quest'ultimo alla prima). In generale, sul servizio di collocamento di strumenti finanziari, privo, come è noto, di una definizione normativa, cfr. F. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 2013, 51 ss.; più di recente, cfr. A. GUACCERO, N. CIOCCA, *Servizi e attività di investimento*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 136 ss., ove ult. riff.

⁶¹ In quest'ordine di idee si colloca, di recente, la relazione svolta al seminario in epigrafe, di S. CORSO, *Le s.r.l. aperte tra disciplina societaria e disciplina dei mercati finanziari* (il cui testo, destinato a tradursi in un lavoro di prossima pubblicazione su questa *Rivista*, si è potuto consultare per gentile cortesia dell'A.), ove si dà anche conto delle novità del recente d.d.l. Capitali, in punto di differenziazione delle regole in funzione della diversità dei contesti, nei mercati presi in considerazione dalla disciplina.

⁶² Sul punto, v. anche *infra*, § 4. Il che non sembra implicare, in linea di principio, l'impossibilità per una s.r.l. di acquisire lo *status* di società che ricorre al mercato del capitale di rischio, almeno laddove le quote siano qualificabili come valori mobiliari, questione già dibattuta per la s.r.l. PMI (v. per la negativa, E. CUSA, (nt. 30), 678; S. CORSO, (nt. 20), 84 ss.; diversamente, se si vuole, F. BRIZZI, (nt. 6), 175 ss.), con tutte le conseguenze in termini di disciplina, quanto, piuttosto, una maggiore difficoltà per il suo ottenimento. Tanto è a dirsi specie in riferimento alla combinazione dei criteri qualitativi di cui al secondo comma dell'art. 2-bis regolamento Emittenti con i limiti quantitativi di cui al primo comma della norma menzionata, alla base, almeno a normativa vigente, dell'acquisto del predetto *status*; il quale, se si condivide quanto da ultimo esposto nel testo, potrà ritenersi conseguito solo per effetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione da parte dell'emittente, restando invece preclusa l'offerta al pubblico di vendita (ed in particolare quella proveniente da un socio), per effetto della persistente validità dell'art. 2468 c.c. Una differenza, sotto questo profilo, rispetto alla s.p.a., posto che quest'ultima raggiungerà la qualifica in oggetto, non solo per scelta volontaria della società, ma anche per quella del socio di controllo, a seguito di un'offerta di vendita (così l'opinione prevalente, suffragata dalla stessa CONSOB: per tutti, ancorché in senso critico rispetto alle scelte legislativa e regolamentare, E. BARCELLONA, *S.P.A. "aperte" e "chiuse"*, in *Trattato delle società*, (nt. 2), II, 59 ss., ove ult. riff.; in argomento, v. anche E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte". Tra codice civile e T.U.F.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 868 ss., in tendenziale difesa dell'assetto normativo). Una differenza ancora mag-

4. *La perdurante (benché affievolita) distinzione tra s.p.a. e s.r.l. basata sull'appello al pubblico risparmio.*

Giunti a tal punto, sembra forse possibile svolgere alcune considerazioni di carattere più generale e di sistema, prodromiche di alcune riflessioni successive in tema di circolazione delle quote. In effetti, se si condividono i precedenti rilievi, potrebbe tuttora ricostruirsi una linea di confine, benché appannata, tra s.p.a. e s.r.l., basata sull'appello al pubblico risparmio.

Vero è che a questo punto, non trovando più il divieto di offerta al pubblico delle partecipazioni di s.r.l. fondamento in una norma imperativa in senso assoluto, ma derogabile a date condizioni, entrambi i modelli organizzativi potrebbero a buon diritto ed in senso generico ritenersi potenzialmente “aperti”, secondo il significato prima riferito, prestandosi a fungere da catalizzatori di risorse anonime per il finanziamento di iniziative speculative. Tuttavia, è agevole riscontrare pur sempre una differenza, sotto tale profilo, tra s.p.a. e s.r.l., basata sul regime di *default*; regime che si presenta a tutta evidenza come invertito tra i due modelli organizzativi. Mentre, infatti, il regime della s.p.a. si caratterizza, anche per l'evoluzione storica dell'istituto, per l'apertura ai mercati, rivelando la sua disciplina una naturale vocazione finanziaria, quale testimoniata dalla scomposizione della struttura finanziaria della società in una pluralità di titoli omogenei circolanti, con salvezza di differenti previsioni dell'atto costitutivo; quello della s.r.l. identifica pur sempre, in linea di principio, un modello chiuso, stante la persistenza del divieto di offerta al pubblico delle quote, ancorché derogabile alle condizioni date, congiuntamente al divieto di rappresentare le quote da azioni. Il che, in definitiva, corrisponde alla differente ispirazione dei due modelli societari, quale indicata dalla legge delega alla riforma del diritto societario, cui prima si accennava e che giova ripetere: modello, il primo, fondato sul principio della rilevanza centrale dell'azione della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 4, primo comma, l. n. 366/2001); il secondo sulla rilevanza centrale del socio e dei rapporti contrattuali dei soci, espresso non solo da norme inderogabili, ma anche suppletive [art. 3, primo comma, lett. a), l. n. 366/2001]⁶³.

In sostanza, può reputarsi tuttora che la chiusura ai mercati finanziari, ed in

giore qualora si condivida la diversa e più ampia lettura, orientata a riconoscere un tale risultato anche a seguito della decisione di un singolo azionista (cfr. M. POMPILI, *Le società con azioni diffuse tra fattispecie e disciplina*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 717 ss.). L'intero discorso sarà probabilmente destinato ad una futura rimeditazione ove venisse approvato in via definitiva il d.d.l. Capitali, a cagione del venir meno della dimensione qualitativa della società con azioni diffuse, a seguito dell'inserimento nel codice civile dell'art. 2325-ter c.c. e dell'abrogazione dell'art. 111-bis disp. att. c.c. Un risultato che, ci pare, sembrerebbe confermare la linea di tendenza a separare i regimi di apertura di s.p.a. e s.r.l.

⁶³ Cfr. G. ZANARONE, (nt. 23), 53.

particolare al mercato del capitale di rischio, costituisca un tratto tipologico del *genus* s.r.l., quale espresso dal divieto *ex art.* 2468, primo comma, c.c., ancorché lo stesso non sia più indefettibile, ma derogabile al ricorrere delle condizioni prima indicate.

Si tratta, allora, di comprendere di quali implicazioni questa conclusione sia foriera, in ordine al rapporto di *genus* a *species* tra s.r.l. chiusa e s.r.l. “aperta”. Da quanto esposto, pare possibile confermare la configurazione della s.r.l. aperta quale società di “diritto speciale”⁶⁴, intesa la specialità quale appartenenza a un genere senza la condivisione di tutti i tratti identificanti⁶⁵, ancorché il divieto codicistico non possa intendersi più quale elemento essenziale, trovando lo stesso fondamento in una norma ancora inderogabile, sebbene non più in senso assoluto, ma relativo.

Sotto altro profilo, e precisamente sul piano del tipo socio-economico o modello (ovvero: archetipo socio-economico), l’apertura ai mercati della s.r.l. sembra comunque riflettere un mutamento dell’archetipo sotteso al contesto normativo proprio della disciplina codicistica della s.r.l. (un mutamento del *Realtypus*, si direbbe).

Quello cui si è ispirato il legislatore nella predisposizione della disciplina speciale, di cui all’art. 100-ter T.U.F. è, a tutta evidenza – come dimostrato dal peculiare sistema di circolazione di quote intermedie, confermato dalla novella della norma citata pur se con modifiche solo formali – un archetipo differente, ancorché non puntualmente coincidente, dati i limiti (quantitativi e qualitativi) individuati, con quello sotteso alla s.p.a. Un modello che vede pur sempre nell’appello al pubblico risparmio una fonte di reperimento del capitale di rischio, reso più attraente ed incentivato dai meccanismi – quale è il suddetto sistema alternativo di trasferimento delle quote, cui può aggiungersi la bacheca elettronica, ora prevista in seno al regolamento ECSP (art. 25) – in grado di incentivare, sia pure a livello embrionale, l’insorgere di un mercato secondario delle quote di partecipazione sottoscritte. E dunque un modello che vede quanto meno una parte della compagine societaria soggetta ad un possibile ed agevole mutamento, che potrebbe essere ulteriormente implementato dall’utilizzo delle nuove tecnologie emergenti e prima ancora dall’immissione delle quote nel sistema di dematerializzazione vero e proprio in funzione dell’ammissione alle sedi di negoziazione (v. *infra*, §§ 5-6).

La condivisione dei rilievi svolti conduce per ora ai seguenti risultati.

⁶⁴ Su cui ci si permette di rinviare a F. BRIZZI, (nt. 6), 95 ss.

⁶⁵ Per questa concezione della specialità, che diverge da quella, invece, caratterizzata dalla presenza di una nota ulteriore che si aggiunge agli elementi del *genus*, si rinvia a C. IBBA, *Le società legali*, Torino, Giappichelli, 1992, 9 ss., ove riff.; ID., «*Generale*» e «*speciale*» nel diritto dell’iniziativa economica, nel pensiero di Giorgio Oppo, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 485. Relativamente alle s.r.l. PMI che ricorrono al *crowdfunding*, cfr. A.D. SCANO, (nt. 27), 78 s.; se si vuole, cfr. F. BRIZZI, (nt. 6), 101 s.

Per un verso, la rappresentazione della s.r.l. aperta quale società di diritto speciale implicherà l'applicazione della disciplina codicistica entro i limiti della compatibilità con la (piuttosto scarna) disciplina dell'apertura. Per l'altro, il riconoscimento di un differente archetipo socio-economico, discendente dall'effettiva apertura, è in grado di preludere ad una interpretazione tipologica della disciplina della s.r.l., orientando il procedimento ermeneutico nella direzione maggiormente confacente alla dimensione della s.r.l. quale società aperta. Si tratta allora di comprendere i risvolti della suddetta sistemazione.

La configurazione della s.r.l. aperta come società di diritto speciale, unitamente all'interpretazione tipologica della disciplina, pare possa legittimare la disapplicazione del divieto di rappresentazione delle quote da azioni, di cui all'art. 2468, primo comma, c.c., o almeno la sua interpretazione restrittiva, quale divieto destinato solo a precludere alle quote di s.r.l. l'applicazione della disciplina dei titoli di credito (ed eventualmente la loro immissione in un sistema di gestione accentrata), ma non a valere quale divieto di standardizzazione delle quote. Interpretazione che si impone anche in virtù di un approccio funzionalmente orientato al differente contesto normativo, che ammette l'offerta al pubblico delle quote. In tal senso, è da reputare sistematicamente incoerente vietare la standardizzazione delle quote, e dunque l'emissione di partecipazioni-tipo, in quanto proprio la suddetta conformazione appare strumentale ad una feconda interazione con il mercato, in funzione della collocazione del prodotto presso gli investitori⁶⁶. Una conclusione, in precedenza già avanzata, suscettibile di rilevare anche al fine di qualificare le quote standardizzate come valori mobiliari, con tutti i risvolti possibili, in termini di ampliamento delle fonti di reperimento del capitale di rischio, e prima ancora a quello di consentire la standardizzazione dell'intera struttura partecipativa, onde consentire la realizzazione di una vera e propria s.r.l. per azioni⁶⁷.

⁶⁶ F. BRIZZI, (nt. 6), 151 s., cui si rinvia anche per il superamento degli ulteriori argomenti contrari, basati sull'immodificabilità delle quote in caso di aumento gratuito e riduzione nominale del capitale sociale.

⁶⁷ In effetti, pochi dubbi si ponevano, in relazione all'assetto normativo previgente, per quel che concerne il profilo strutturale della standardizzazione dell'assetto partecipativo di una s.r.l. PMI. Dubbi si ponevano, invece, sul piano del contenuto dei diritti connessi alle quote di partecipazione, con riguardo, in particolare, al tema della parificazione delle quote alle azioni mediante ablazione o riduzione dei diritti di controllo e di partecipazione dei soci (artt. 2476 e 2479 c.c.). Si argomentava, tra l'altro, in senso contrario dall'art. 100-ter T.U.F. nella previgente formulazione, nella parte in cui rimandava alla CONSOB di dettare le regole affinché una parte degli strumenti finanziari emessi fossero sottoscritti da investitori professionali e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali, nel caso di cessione del controllo da parte dei relativi soci, in epoca successiva all'offerta (M. CIAN, (nt. 27), 842 s. conf. sul punto, C. RINALDO, (nt. 27), 1534; S. CORSO, (nt. 20), 220 s.; cfr. anche O. CAGNASSO, (nt. 50), 137). La soppressione di tale norma da parte del decreto di attuazione del regolamento europeo rende non più sostenibile l'argomento invocato, peraltro non incontrovertibile: e v. per una critica, F. BRIZZI, (nt. 6), 173 s.

Una conclusione, quella della qualificazione come valori mobiliari, suscettibile di valere anche qualora si accolga una nozione di negoziabilità ristretta, facente leva su meccanismi di acquisizione di valori mobiliari basati sulla buona fede, in modo da assicurare agli investitori una protezione *erga omnes*. Meccanismi che paiono rintracciabili non solo nella disciplina del codice civile, in particolare attraverso il riconoscimento di situazioni possessorie concernenti la quota di s.r.l., e con esse della configurabilità di un acquisto *a non domino* ovvero per usucapione; bensì anche nella disciplina del T.U.F., ove sia stato prescelto il peculiare sistema di intestazione e circolazione delle quote intermedie (art. 100-ter T.U.F.). In particolare, quanto a quest'ultimo passaggio, l'affinità di tale sistema con quello di gestione accentrata di strumenti finanziari conduce a rispondere positivamente al quesito circa l'applicazione analogica dell'art. 83-quinquies, secondo comma, T.U.F. Una risposta che potrà godere di un maggiore margine di plausibilità dalla configurazione della s.r.l. aperta quale società di diritto speciale, tale costruzione consentendo di non tenere conto del divieto di rappresentare le quote e del principio che da esso si intende desumere in senso ostativo, al fine di negare legittimità all'applicazione analogica della norma suddetta, perché tale divieto risulta distorto con il sistema predetto. Tanto, salva restando la possibilità *de jure condito*, ovvero *de jure condendo*, di immettere le quote di s.r.l. nel sistema di gestione accentrata, posto che in tal caso la somiglianza rilevante di tale sistema con quello di circolazione di quote intermedie, prodromico dell'applicazione analogica della norma in questione, troverebbe un fondamento ancora più solido nel diritto positivo.

Ed ancora il riconoscimento di un differente archetipo socio-economico sotteso alla s.r.l. aperta potrebbe concorrere, unitamente ad altri argomenti di diritto positivo, ed alla luce degli interessi coinvolti, ad agevolare l'operazione interpretativa di individuare le condizioni di derogabilità della disciplina di legge, in specie per quel che concerne gli strumenti di tutela degli interessi dei soci – punto questo reso più difficile per le s.r.l. grandi (v. *infra*, § 5) – e comunque per individuare differenti condizioni di applicazione della stessa, in considerazione del mutamento del *Realtypus* (segnatamente: in tema di postergazione dei finanziamenti dei soci, dei titoli di debito e della responsabilità gestoria del socio), secondo le medesime linee di ricerca che in altra sede sono state svolte in tema di s.r.l. PMI.⁶⁸

⁶⁸ F. BRIZZI, (nt. 6), 322 ss.

5. *Le ulteriori antinomie tra la novella dell'art. 100-ter T.U.F. ed il mantenimento della categoria della s.r.l. PMI nel d.l. n. 179/2012 e nel d.d.l. Capitali.*

Le conclusioni precedenti, ove condivise, consentono in parte di prescindere dalle limitazioni alle sole s.r.l. PMI delle deroghe di diritto societario previste dal d.l. n. 179/2012. In effetti, *stricto iure*, la s.r.l. non PMI che intenda ricorrere all'appello al pubblico risparmio non potrà emettere categorie di quote con diritti diversi, o categorie di quote prive di diritto di voto o voto limitato (né potrà acquistare quote proprie al ricorrere delle condizioni indicate), in quanto l'art. 26 d.l. n. 179/2012 continua a riferirsi alle sole s.r.l. PMI. Ma di ciò si può in parte non tenere conto posto che, lo si è visto prima, alla conclusione circa la standardizzazione delle quote di partecipazioni (a questo punto di tutta la struttura partecipativa, senza cioè la previsione di categorie di quote fornite di diritti diversi) si può forse giungere già solo mediante un percorso interpretativo fondato sulla disciplina di deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote di partecipazione.

Ben si intende che l'estensione delle norme ricordate a tutte le s.r.l. costituisce un esito, quanto meno *de jure condendo*, sicuramente auspicabile. Se è vero, infatti, che non è possibile evincere un collegamento necessario tra la deroga al divieto di offerta al pubblico e le deroghe ai divieti di emissione di categorie di quote con diritti diversi o prive di voto o con voto limitato, è del tutto evidente che queste ultime si rendono oltremodo funzionali all'accesso ai mercati di capitale. E dunque una limitazione alle s.r.l. PMI delle ulteriori deroghe di diritto societario rischia di frustrare in concreto il tentativo di far beneficiare tutte le s.r.l. della possibilità di incrementare i propri canali di finanziamento mediante l'offerta al pubblico delle quote di partecipazione. Tutto questo indipendentemente dal fatto che la mancata estensione anche alla s.r.l. non PMI delle altre disposizioni di deroga rischia altresì di generare una differenza di trattamento rispetto a quanto previsto per la s.r.l. PMI non agevolmente giustificabile, se non ricorrendo ancora una volta alle finalità di politica legislativa di crescita delle piccole e medie imprese. Finalità che, tuttavia, proprio la novella dell'art. 100-ter T.U.F. in tema di offerta al pubblico delle quote ha fatto perdere di centralità ai fini della formulazione di un giudizio di ragionevolezza di una diversa disciplina legislativa.

Tuttavia, *rebus sic stantibus*, un tale risultato a livello interpretativo, in termini di estensione di quelle deroghe, non sembra conseguibile con facilità. In particolare, pare di dubbia ammissibilità l'applicazione analogica delle suddette norme anche alla s.r.l. non PMI. Se così è, a quest'ultima non resterà che ricorrere, qualora intenda fare appello al pubblico risparmio, all'emissione di quote ordinarie, eventualmente standardizzate, ovvero, ove la stessa voglia attirare una particolare tipologia di finanziatori, all'emissione di quote munite di diritti particolari, da assegnare a soggetti individuabili *per relationem*, ossia sulla base di determinati pre-

supposti soggettivi e/o oggettivi (diritti particolari che potrebbero essere intesi anche in senso peggiorativo, benché quest'ultima opzione interpretativa risulta assolutamente non pacifica⁶⁹): opzioni, queste, naturalmente coltivabili anche da parte di una s.r.l. PMI.

Analoga incongruenza è dato di riscontrare, *de jure condendo*, in relazione al d.d.l. Capitali (d.d.l. S.674, inizialmente intitolato: «Interventi a sostegno della competitività dei capitali»), di recente approvato il 24 ottobre 2023 dal Senato (ed in corso di esame alla Camera dei Deputati), avente l'ambizioso obiettivo, come si legge nei lavori preparatori, da un lato, di rimuovere i vincoli, normativi ed operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese; dall'altro, di introdurre misure che incentivino la canalizzazione attraverso i mercati del risparmio privato verso le imprese, assicurando al contempo la tutela degli investitori. Il tutto in linea con gli obiettivi prioritari della CMU, tra i quali quello di favorire l'accesso delle PMI a fonti alternative di finanziamento.

Tra le misure appartenenti al c.d. fronte interno, ed in particolare tra quelle in materia di accesso ai mercati a favore delle PMI, spicca l'art. 3 concernente misure volte a permettere ed a disciplinare la c.d. dematerializzazione delle quote delle sole s.r.l. PMI. A tal riguardo, il d.d.l. capitali interviene proprio sull'art. 26 d.l. n. 179/2012, introducendo i commi *2-bis*, *2-ter*, *2-quater*. Il primo di quelli elencati consente l'emissione in forma scritturale delle quote standardizzate, oltre che l'accesso su base volontaria al regime di dematerializzazione previsto dall'art. 83-*bis* T.U.F. in alternativa ai regimi propri dell'art. 2470 c.c. e dell'art. 36, primo comma *bis*, d.l. n. 112/2008, nonché al regime speciale di cui all'art. 100-*ter*, secondo comma *bis*, T.U.F.: tanto con l'intento di ridurre i costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione ed al trasferimento delle quote di s.r.l., laddove le suddette società decidano di approcciare il mercato dei capitali. Il secondo, specifica, invece, quale conseguenza comporta l'emissione in forma scritturale, vale a dire l'applicazione della disciplina in tema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, di cui alla sez. I, capo IV, titolo II-*bis*, parte III del T.U.F. Il che vale a consentire di applicare alle quote dematerializzate la disciplina in tema di circolazione, legittimazione all'esercizio dei diritti, costituzione dei vincoli e soprattutto di tutela degli acquisti. Il terzo prevede l'obbligo di tenuta del libro soci per le società che si avvalgano del nuovo regime di circolazione. Infine, il medesimo art. 3, al secondo comma, modifica l'art. 100-*ter* T.U.F., stabilendo che il regime di circolazione ivi previsto si pone come alternativo anche rispetto al regime di circolazione in gestione accentrata.

Si tratta di un'evidente incongruenza rispetto all'estensione a tutte le s.r.l. della facoltà del ricorso al pubblico risparmio, e che per tale motivo andrebbe emendata in sede di stesura del provvedimento definitivo, unitamente ad una rivisitazione

⁶⁹ In senso contrario, cfr. V. DONATIVI, *I diritti particolari dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, (nt. 27), 885 ss.

dello stesso d.l. n. 179/2012, trovando probabilmente tutte queste norme una migliore sede in parte all'interno del codice civile ed in parte all'interno del T.U.F. Sotto questo profilo, non sembra un caso che in sede di discussione sul d.d.l. Capitali, sia stato presentato ed accolto un emendamento governativo per la delega per la riforma organica del T.U.F. e ove necessario per la modifica delle disposizioni del codice civile in tema di società di capitali applicabili agli emittenti, implicante anche il mutamento del titolo del disegno di legge⁷⁰ (art. 19 d.d.l. Capitali: Delega al Governo per la riforma organica del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti)⁷¹.

La finalità è tuttavia da valutare positivamente, atteso che il riconoscimento della possibilità di emettere quote di s.r.l. in forma scritturale consentirebbe alle relative società di accedere, in particolare, alle sedi di negoziazione – stante il relativo obbligo di forma scritturale ricavabile in precedenza dall'art. 83-*bis* T.U.F. ed ora dall'art. 3 reg. (UE) 909/2014 – ed in particolare ai sistemi multilaterali di negoziazione, tra i quali i mercati di crescita. Tanto si pone a tacitazione di

⁷⁰ Il titolo del d.d.l. Capitali approvato al Senato è infatti il seguente: «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».

⁷¹ In particolare, il secondo comma dell'articolo menzionato prevede che il Governo debba attenersi nell'esercizio della delega ai seguenti principi e criteri direttivi: «a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati; favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori istituzionali; b) aumentare la competitività del mercato nazionale, semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, le modalità di elezione degli organi sociali, con riferimento alle parti correlate, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli oneri previsti a legislazione vigente; c) facilitare il passaggio dalla quotazione sui mercati non regolamentati a quelli regolamentati; d) rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione; e) semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina; f) prevedere un riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio; g) contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli; h) assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme di coordinamento; i) aggiornare il regime di responsabilità di cui all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, comma 6-*bis*, tenuto conto della disciplina applicabile al sistema di vigilanza italiano, delle raccomandazioni e degli standard internazionali; l) procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative».

un'esigenza sentita dagli operatori, che hanno da tempo avvertito come il regime ordinario di circolazione disincentivi l'ingresso di nuovi investitori, in specie nella fase successiva di raccolta dei capitali tramite portali (*recte*: piattaforme), per via delle difficoltà di gestione di un elevato numero di soci da parte delle camere di commercio⁷².

Si tratta, questo, di un esito non agevole da conseguire sul piano interpretativo, stante il divieto di rappresentare le quote tramite azioni, qualora lo stesso sia inteso come ostativo all'accesso ad un regime di gestione accentrata. Divieto tuttavia passibile di ridimensionamento, ove si prenda atto che la forma scritturale sia divenuta qualcosa di scollegato dal fenomeno dei titoli di credito, come dimostrato del resto dalla disciplina delle quote intermedie di cui all'art. 100-ter T.U.F. Una forma richiedente per il suo funzionamento solo l'esistenza di un soggetto emittente quale controparte di diritti ed obblighi nei confronti del titolare di strumenti finanziari. Un esito, tuttavia, che, ove conseguito, tanto *de jure condendo* che *de jure condito*, pare soddisfare, attraverso il regime di gestione accentrata, le istanze di natura pubblicistica sottese al meccanismo di circolazione ordinaria delle quote.

6. I nuovi scenari derivanti dall'impiego della tecnologia a registri distribuiti.

Ulteriori scenari si presentano, infine, in relazione all'utilizzo delle nuove tecnologie, per quanto concerne il regime di circolazione delle quote, ed in particolare riguardo a quella che supporta la tecnologia a registri distribuiti. Ci si riferisce al problema della c.d. tokenizzazione delle quote. Qui la principale novità, cui si può in tale sede solo accennare, è data dall'emanazione del d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (conv. con modif. in l. 10 maggio 2023, n. 52), concernente le disposizioni urgenti in materia di emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale e semplificazione *FinTech*, sulla scia della regolamentazione europea di cui al regolamento (UE) 858/2022 (regolamento DLT), relativo ad un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito, inerenti però alla sola negoziazione o registrazione delle cripto-attività che rientrino nella definizione di strumenti finanziari di cui alla legislazione MiFID II, attesa la nuova definizione di strumento finanziario, di cui all'art. 4, par. 1, n. 15 direttiva MiFID II, come modificato dal citato regolamento europeo, siccome inclusiva degli strumenti emessi mediante la tecnologia a registri distribuiti. Ed ancora dall'emanazione del regolamento (UE) 1114/2023 (c.d. regolamento MiCA), relativo ai

⁷² Si vedano le osservazioni contenute in Borsa Italiana, *Le infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura*, in risposta al Libro verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, a cura del Dipartimento del Tesoro e del MEF, febbraio 2022, reperibile su www.dt.mef.gov.it, 9.

mercati delle criptoattività, che non rientrino nell'ambito di applicazione della disciplina MiFID in materia di servizi finanziari.

Al riguardo, una volta risolta in senso positivo la questione della tokenizzabilità delle quote di s.r.l., è lecito ritenere che le stesse, se ed in quanto standardizzate, siano in tutto e per tutto soggette alla disciplina MiFID II, in quanto assimilabili a strumenti finanziari *sub specie* dei valori mobiliari, così da sottoporre le infrastrutture di mercato destinate ad ospitare la loro negoziazione, unitamente ai loro gestori, al regolamento DLT; diversamente, se ed in quanto non standardizzate, siano sottoposte al regolamento MiCA.

Gli è tuttavia che proprio la premessa, ovverossia la tokenizzazione delle quote, risulta *rebus sic stantibus* di difficile accoglimento, ostandovi non già o non solo la perdurante presenza del divieto di rappresentazione delle quote tramite azioni – ostacolo a dire il vero superabile considerando il distacco concettuale che potrebbe ormai configurarsi tra i titoli di credito ed i *tokens* –, quanto piuttosto ed ancora una volta la disciplina ordinaria della circolazione delle quote, di cui all'art. 2470 c.c., ove si convenga che la stessa sia volta al perseguimento di finalità pubblicistiche. Sotto tale profilo, non può non segnalarsi l'assegnazione alla CONSOB, contenuta nell'art. 28, secondo comma, decreto *FinTech*, del potere regolamentare (non ancora esercitato al momento in cui si scrive) di includere le quote di società a responsabilità limitata tra gli strumenti che gli emittenti sono legittimati ad assoggettare alla disciplina del suddetto decreto, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e di circolazione (comprese le disposizioni di cui agli artt. 2468, primo comma, 2470, primo, secondo e terzo comma, e 2471, c.c.): potere che, una volta esercitato, consentirebbe alla s.r.l. di avvalersi di tale tecnologia non solo in relazione ai titoli di debito, cosa già consentita dal decreto *FinTech* [art. 2, lett. c)], ma anche in riferimento alle quote di partecipazione, rendendo più agevole la loro circolazione e lo sviluppo di un mercato secondario, ampliando conseguentemente le proprie fonti di finanziamento⁷³.

⁷³ Sulla tematica, si veda l'analisi contenuta nella relazione presentata al seminario in epigrafe da A. LAUDONIO, *S.r.l. e circolazione digitale: un nuovo mondo coraggioso?*, il cui testo, consultato per la cortesia dell'A., è destinato a tradursi in uno scritto di prossima pubblicazione su questa *Rivista*. In argomento, cfr., di recente, G. SERAFIN, *Dematerializzazione e tokenizzazione delle quote di S.R.L.: quali sviluppi di un mercato secondario?*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 615 ss. Deve, tuttavia, avvertirsi che, nelle more delle bozze di stampe, la Consob ha adottato, ai sensi dell'art. 28, primo e secondo comma, d.l. n. 25/2023, con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023, il «Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari», che, tuttavia, non contempla l'inclusione indicata nel testo. In ogni caso, giova osservare come l'art. 28, secondo comma, decreto *Fintech*, nell'adoperare una formula derogatoria delle disposizioni del codice civile menzionate (tra cui l'art. 2468 c.c.), sembra confermare, quale indicazione di sistema, che le stesse continuano a godere di cittadinanza attiva nel nostro ordinamento, ad onta delle prospettive evolutive che si profilano all'orizzonte, attribuendo all'interprete il compito di comprenderne e assicurarne l'attuale valenza.

La modifica unilaterale di clausole valorizzate “a zero”. Riflessioni sulle più recenti prassi applicative in materia di *ius variandi* nei contratti bancari

*The unilateral amendment of clauses valued “at zero”. Reflections on the most recent applications regarding the *ius variandi* in banking contracts*

Giuseppe Galluccio *

ABSTRACT:

Il contributo esamina la disciplina delle modifiche unilaterali dei contratti bancari, alla luce della prassi degli intermediari, recentemente emersa nell’attività dell’ABF, di variare condizioni economiche inizialmente valorizzate a zero, attraverso il procedimento di cui all’art. 118 del testo unico bancario.

Muovendo dalla ricostruzione della *ratio* dell’istituto, ed attraverso un’analisi critica della normativa prevista del legislatore e della sua efficacia sul piano funzionale della tutela del cliente, si intende analizzare la questione della legittimità della modifica delle clausole “a zero”, approfondendo l’ambito di applicazione oggettivo del potere di variazione unilaterale del contratto, nella delicata distinzione tra introduzione di clausole nuove e modifica di condizioni preesistenti.

The paper analyses the regulation of unilateral modifications of banking contracts, in light of the practice of intermediaries, recently emerged in the activity of the ABF, to vary economic conditions initially valued at zero through the procedure referred to in article 118 of the consolidated banking act (testo unico bancario).

Starting from the reconstruction of the institute’s ratio and through a critical analysis of the legislator’s prescribed regulations and their effectiveness in terms of customer protection, the paper investigate the issue of the validity of the unilateral amendment of “zero” clauses; this involves a deeper exploration of the objective scope of the unilateral contract modification power, making a delicate distinction between the introduction of new clauses and the modification of pre-existing conditions.

* Assegnista di ricerca in diritto commerciale, Università degli Studi di Catania; e-mail: gi.galluccio@gmail.com.

SOMMARIO:

1. Premessa. Il *ius variandi* nei contratti bancari: una figura a “due facce” alla perenne ricerca di un equilibrio. – 2. La “procedimentalizzazione” delle modifiche unilaterali del contratto. – 3. Il giustificato motivo come punto di equilibrio degli interessi in rilievo – 4. Il *Ius variandi* di clausole valorizzate a zero nelle decisioni dell’ABF. La “fallacia” di taluni formanti giurisprudenziali. – 5. Ancora sulle modifiche unilaterali delle clausole valorizzate a zero. “Essere o non essere”: è questo il problema? – 6. Considerazioni conclusive.

1. *Premessa. Il ius variandi nei contratti bancari: una figura a “due facce” alla perenne ricerca di un equilibrio.*

La modifica in corso d’opera delle condizioni contrattuali è una prassi da tempo seguita dalle banche e da sempre accolta dalla collettività con malcelato sfavore ed una certa insofferenza, quale esempio tangibile dello strapotere degli istituti di credito nei confronti della clientela.

Tale circostanza sembra potersi ricondurre a due fattori: il primo è legato all’origine dell’istituto; inizialmente previsto dalle controverse norme bancarie uniformi (N.U.B.)¹, il *ius variandi*² si configurava come un potere quasi assoluto

¹ Si vedano in particolare gli artt. 15 e 16 delle N.U.B., rispettivamente riferiti ai depositi in conto corrente, ai conti corrente in corrispondenza e agli altri rapporti bancari. Il carattere fortemente discrezionale – quasi arbitrario – delle modifiche unilaterali aveva portato parte della dottrina a dubitare della validità delle N.U.B. allora vigenti, in quanto contrastanti con il principio della bilateralità del consenso e con il principio di determinatezza del contenuto del contratto. In tal senso cfr. N. SALANITRO, *Le banche ed i contratti bancari*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da Vassalli, VIII, t. 3, Torino, Utet, 1983, 55 ss.; M. PORZIO, *I contratti bancari in generale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, vol. 12, t. 4, Torino, Utet, 1985, 845 ss.; M. BUSSOLETTI, *La normativa sulla trasparenza: il jus variandi*, in *La nuova disciplina dell’impresa bancaria*, a cura di U. MOREIRA, A. NUZZO, Milano, 1996, II, 119; G. LA ROCCA, *Il potere delle banca di modificare unilateralmente in contratti: esigenze sostanziali e principi civilistici*, in *Banca, impr. soc.*, 1997, 66. Altri autori invece evidenziavano come le N.U.B. determinassero l’elusione della disciplina in tema di clausole vessatorie, consentendo l’introduzione di clausole svantaggiose per i clienti da approvarsi espressamente per iscritto (cfr. G.A. RESCIO, *Clausola di modifica unilaterale del contratto e banco giro di somma erroneamente accreditata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, II, 94). Per un’analisi delle N.U.B. nella prassi di standardizzazione dei contratti bancari, si veda, anche con riguardo ai profili anticoncorrenziali, A. MIRONE, *Standardizzazione dei contratti bancari e tutela della concorrenza*, Torino, Giappichelli, 2003, 321 ss.

² Ogni autore intento a confrontarsi con tale tema non può esimersi – prima ancora di affrontarne le diverse questioni sul piano giuridico – dal prendere posizione in merito alla questione terminologica dell’articolo determinativo («il» o «lo») da anteporre alla locuzione *ius variandi*. Sulla questione, per il vero già a suo tempo affrontata da una parte della dottrina (cfr. le avvertenze dei curatori in *Ius variandi bancario. Sviluppi normativi e di diritto applicato*, a cura di A. DOLMETTA, A. SCIARONE ALIBRANDI, Milano, Giuffrè, 2012, XVII), si ritiene – in adesione a quest’ultima – di privilegiare nello scritto la regola grammaticale che richiede l’utilizzo dell’articolo “il” rispetto all’articolo

del contraente forte³, che consentiva alla banca di modificare in ogni momento qualunque previsione del contratto, senza un preavviso, senza giustificazione alcuna, dandone comunicazione al cliente solo attraverso l'esposizione dell'avviso nei locali della banca o tramite pubblicazione sulla stampa locale⁴.

Il secondo fattore di "ostilità" che storicamente ha caratterizzato il *ius variandi* è il suo inquadramento – almeno secondo la dottrina classica – in termini di dissonanza, se non di aperto contrasto, con i principi generali del contratto, quali il principio dell'accordo (art. 1321 c.c.) e quello di efficacia del vincolo contrattuale (art. 1372 c.c.), dai quali deriverebbe come corollario il rigetto dell'idea stessa di una possibile modifica unilaterale, giudicata da un punto di vista funzionale incompatibile con la serietà del vincolo negoziale⁵.

Tali circostanze dimostrano l'iniziale inidoneità del *ius variandi* ad esprimere equilibrio ed equità tra le parti, e costituiscono una sorta di "peccato originale" dell'istituto, che ne ha condizionato l'evoluzione sia a livello legislativo, che interpretativo.

"lo"; quest'ultimo, che probabilmente rende l'espressione più gradevole sul piano fonetico, si lascia preferire invece nel linguaggio orale, che, in quanto sensibile anche ad altri aspetti della lingua (la fonetica appunto, la brevità e l'efficacia delle parole nel loro uso comune), è da sempre più indulgente a qualche deviazione dal *rigor* della disciplina grammaticale.

³ Fino alla metà degli anni '80 del secolo scorso, i rapporti tra banca e cliente erano in effetti caratterizzati da un accentuato squilibrio negoziale a vantaggio dell'intermediario, nonché da un insufficiente apparato di strumenti rimediali e di tutela delle situazioni contrattuali più fragili. Era una fase – per vero caratterizzata dalla sostanziale assenza di un regime concorrenziale tra le banche – in cui i modelli contrattuali standard, elaborati a partire dagli anni 50' dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI) nelle N.U.B., già contenevano clausole attributive del *ius variandi*. Sul punto, v. D. SARTI, *Osservazioni su norme bancarie uniformi, diritto antitrust e clausole di modifica unilaterale del rapporto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 103 ss.

⁴ Circostanza, quella della comunicazione impersonale della modifica, che vanificava anche la previsione del diritto di recesso in capo al cliente, il quale quasi sempre veniva a conoscenza della iniziativa della banca con la ricezione del primo estratto conto successivo alla modifica, oltre il termine previsto per il recesso. Tale criticità era stata peraltro rilevata dall'Autorità *antitrust*, nel parere fornito al parlamento sulla prima disciplina prevista dall'art. 118 del testo unico (cfr. AGCM provv. 26 maggio 2006, segnalazione AS338, *Disciplina dello "ius variandi" nei contratti bancari*, in *Boll.*, n. 19/2006). Più in generale, sulla formulazione originaria delle regole sul *ius variandi* si veda, fra gli altri, L. NIVARRA, *Jus variandi del finanziatore e strumenti civilistici di controllo*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, 436 ss.; D. RUFINI, *Banche (trasparenza delle condizioni contrattuali)*, in *Digesto comm.*, Agg., Torino, 2007, 97; A. MAISANO, *Trasparenza e riequilibrio delle operazioni bancarie*, Milano, Giuffrè, 1993, 48 ss.

⁵ Sul punto si veda P. SCHLESINGER, *Poteri unilaterali di modificazione («ius variandi») del rapporto contrattuale*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 18 ss. La dottrina classica ha tramandato l'idea della sovranità del contratto, come tale immutabile se non attraverso il consenso delle parti, rafforzata anche dalla teoria economica del contratto per cui la serietà del vincolo incoraggia lo scambio, la cooperazione tra gli individui e soluzioni negoziali efficienti. Sul punto cfr. DE NOVA, *Il contratto ha forza di legge*, in *Studi in onore di Rodolfo Sacco*, a cura di P. CENDON, II, Milano, Giuffrè, 1994, 315 ss.; G. LA ROCCA, (nt. 1), 69 ss.; R. COOTER, U. MATTEI, P. MONATERI, R. PARDOLESI, T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, I, Bologna, Il Mulino, 2006, 132 ss.

E infatti, per un verso, l'attribuzione di un potere così incisivo alla banca – definito da un autore come «potere diseguale che nasce dalla disuguaglianza e che crea un surplus di disuguaglianza»⁶ – attraverso una regolamentazione⁷ in principio evidentemente sbilanciata a vantaggio del contraente forte, ha costretto il legislatore, in mancanza del controllo giurisdizionale⁸, ad una corsa a tratti “affannosa” per l'introduzione di condizioni e limiti alla facoltà di modifica unilaterale del contratto, al fine di contenere il rischio di abuso da parte delle banche e offrire una maggiore tutela ai clienti.

Per altro verso, la mancanza di un saldo ancoraggio dogmatico dell'istituto ha reso a lungo difficile per gli interpreti trovare un fondamento giuridico, diverso dalla mera forza della legge, in grado di giustificare in talune fattispecie la scelta del legislatore di attribuire ad una parte del rapporto – tipicamente la più forte – il potere di emendare unilateralmente l'accordo raggiunto in via consensuale⁹.

Venendo ad oggi, si può affermare che entrambe le segnalate criticità siano state superate; in un caso, dal legislatore e nell'altro, dall'evoluzione del pensiero giuridico.

⁶ Così A. M. BENEDETTI, *Il ius variandi nei contratti bancari esiste davvero? Appunti per una ricostruzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 614 s.

⁷ Sebbene con riguardo alle N.U.B. in tema di *ius variandi* non si possa parlare a rigore di atti aventi forza di legge bensì di una forma di autoregolazione, la medesima disciplina veniva inizialmente recepita dalla legge sulla trasparenza bancaria (l. n. 154/1992), per poi confluire nella versione originaria dell'art. 118 del T.U.B., con l'unica limitazione dell'approvazione in forma specifica della clausola attributiva del potere di modifica unilaterale del contratto e della pubblicazione della modifica in Gazzetta ufficiale.

⁸ Uno dei profili caratterizzanti l'istituto del *ius variandi*, oltre all'instabilità legislativa, è infatti la scarsa elaborazione giurisprudenziale, atteso che sin dal principio assai raramente i tribunali sono stati chiamati a pronunciarsi in materia [in tal senso cfr. già in passato M. BUSSOLETTI, (nt. 1), 218; e più di recente per tutti A. DOLMETTA, *Linee evolutive di un ius variandi*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 2]. Il dato si spiega agevolmente, considerando che la singola variazione del contratto spesso ha valore esiguo o comunque non tale da giustificare in termini economici l'avvio di un procedimento dinanzi all'autorità giudiziaria; circostanza che fino all'introduzione dell'Arbitro bancario e finanziario (ABF), avvenuta del 2009, ha sottratto quasi del tutto la pratica delle modifiche unilaterali dei contratti bancari ad ogni forma di controllo giurisdizionale. Sulla diffusione della “giurisprudenza” ABF avvenuta in tempi più recenti e sull'efficacia delle decisioni dell'arbitro quale strumento di controllo delle corrette prassi in ambito bancario si avrà modo di tornare più avanti (v. *infra*, § 4).

⁹ Sul punto cfr. F. SARTORI, *Sul potere unilaterale di modificazione del rapporto contrattuale: riflessioni in margine all'art. 118 T.U.B.*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 129. Per un'esauritiva ricostruzione del dibattito sul tema e delle diverse tesi sulla natura del potere di modifica unilaterale, alla luce dell'iniziale disciplina prevista dalla N.U.B. e dalla l. n. 154/1992, cfr. A. MAISANO, (nt. 4), 177 ss.

Un'altra ipotesi tipica di *ius variandi* è prevista – come è noto – all'art. 2103 c.c., che in materia di rapporto di lavoro subordinato attribuisce all'imprenditore il diritto di modificare unilateralmente le mansioni del lavoratore.

Invero, il testo dell'art. 118 del T.U.B., che costituisce la disciplina “generale” per i contratti bancari delle clausole attributive del diritto di modifica delle condizioni contrattuali in corso di rapporto, ha subito dall'introduzione del testo unico numerose modifiche – sulle quali per ragioni di economia non è possibile indugiare – volte tutte a rafforzare progressivamente la tutela dei clienti nei confronti degli istituti bancari, salvo l'ultimo intervento normativo (d.l. n. 70/2011), con il quale sono stati ripristinati taluni spazi di manovra all'autonomia delle parti¹⁰.

L'evoluzione normativa ha segnato altresì il passaggio – dovuto in buona parte all'opera di armonizzazione del legislatore europeo in taluni settori sensibili – da una disciplina che per lungo tempo è rimasta uguale per tutti i rapporti bancari, ad una regolamentazione frammentata per blocchi di fattispecie, costruiti attorno alle caratteristiche soggettive del cliente (consumatore/non consumatore, microimpresa/macro-impresa) e a quelle oggettive dei contratti (a tempo determinato/indeterminato, contratti bancari in generale, credito al consumo, servizi di pagamento), che se da un lato ha favorito un innalzamento generale del livello di tutela – seppur non sempre adeguatamente calibrato rispetto alle diverse fattispecie di riferimento – dall'altro ha posto significativi problemi di coordinamento sia tra i vari set normativi, sia rispetto a principi e regole generali¹¹.

¹⁰ Non è possibile in questa sede ripercorrere nel dettaglio i vari passaggi dell'evoluzione normativa che ha caratterizzato l'istituto in esame, cui peraltro diversi autori hanno già dedicato il loro impegno [cfr. per tutti A. MIRONE, *La trasparenza bancaria*, Padova, Cedam, 2012, 94 ss.; più di recente ID., *sub art. 118*, in *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*², a cura di C. COSTA, A. MIRONE, Torino, Giappichelli, 2024 (in corso di pubblicazione), §§ 1 e 2; F. SARTORI, *sub art. 118*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*⁴, diretto da F. CAPRIGLIONE, Padova, Cedam, 2018, 1895 ss. Si veda anche G. RONDONO, *La modifica unilaterale dei contratti bancari: profili evolutivi e ambito applicativo*, in *Riv. dir. banc.*, 645 ss.] A talune delle diverse modifiche apportate alla disciplina del *ius variandi* si farà nondimeno mirato riferimento, solo ove necessario ai fini dell'analisi delle questioni oggetto del presente contributo. Sulla portata dell'ultimo intervento di cui al d.l. n. 70/2011, che ha introdotto il secondo comma *bis* nell'art. 118 T.U.B. sulla modificabilità del tasso debitore nei rapporti a tempo determinato con soggetti non consumatori, si veda invece A. MIRONE, *La rilevanza del tempo nella disciplina dei rapporti bancari di durata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 428 ss.; Sul nuovo comma 2-*bis* dell'art. 118 T.U.B., si veda U. MORERA, G. OLIVIERI, *La variazione dei tassi nei contratti bancari a tempo indeterminato*. in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 157 ss.; C. COLOMBO, *Lo ius variandi*, in *Contratti bancari*, a cura di E. CAPOBIANCO, Milano, Wolters Kluwer, 665 ss.

¹¹ A tacere della lunga ed intricata sequenza di interventi normativi che hanno portato alla composizione dell'attuale quadro disciplinare, alle regole dettate per i contratti bancari in genere previste dall'art. 118 del T.U.B. e per il credito al consumo (art. 125-*bis*) si aggiunge la disciplina sui contratti del consumatore, ora prevista all'art. 33, terzo e quarto comma del codice del consumo, e la normativa dettata dall'art. 126-*sexies* del T.U.B. in materia di servizi di pagamento, introdotta in attuazione delle direttive europee sui servizi di pagamento (rispettivamente art. 44 dir. 2007/64 CE e art 54, dir. 2015/2366/UE, c.d. PSD1 e PSD2). Per una disamina dei problemi di coordinamento tra le citate normative cfr., *ex multis*, A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARIONE, *La pluralità di normative di ius variandi nel T.U.B.: sistema e fratture*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI,

Dal punto di vista dell'inquadramento sistematico, invece, sembra potersi ricomporre l'ipotizzato contrasto del *ius variandi* con la teoria della sovranità del contratto e dell'uguaglianza delle parti; in primo luogo perché, a ben vedere, sono presenti e numerosi nel nostro ordinamento sia ipotesi tipiche di variazione o adeguamento unilaterale del contratto, sia casi in cui il legislatore favorisce la disuguaglianza delle parti, quando essa può servire come strumento di efficiente governo del rapporto contrattuale¹². Inoltre, sempre sul piano generale, risulta ormai piuttosto consolidata l'affermazione che determinate figure contrattuali, apparentemente derogatorie rispetto a tradizionali principi civilistici, trovino adeguata spiegazione se inquadrate nell'ambito delle attività imprenditoriali che ne costituiscono il presupposto, prediligendo quale terreno elettivo di ricerca del relativo fondamento dogmatico la teoria dell'impresa e le vicende dei contratti commerciali, più che la dimensione generale del negozio giuridico, con la necessità di adattare la disciplina del contratto a quella dell'attività e non viceversa¹³.

In secondo luogo, la prospettiva, pur diffusa in dottrina¹⁴, che ricostruisce l'istituto in chiave derogatoria ed eccezionale rispetto al principio della vincola-

(nt. 2), 60 ss.; A. MIRONE, *sub art.* 118, (nt. 10); ID., *Sistema e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 410 ss.

Da ultimo occorre menzionare la nuova direttiva europea relativa ai contratti di credito ai consumatori (dir. UE 2023/2225), di recente pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'UE (che abroga la precedente dir. CE 2008/48) che prevede un nuovo capo VI interamente dedicato alle “*Modifiche del contratto di credito e modifiche del tasso debitore*”. La direttiva non è ancora in vigore nel nostro ordinamento (il termine per il suo recepimento non dovrebbe avere effetti significativi sul quadro disciplinare in tema di *ius variandi*, atteso che il rinvio all'art. 118 del T.U.B. operato dall'art. 125-bis del T.U.B. in materia di credito al consumo, comporta già l'applicazione di standard di tutela adeguati rispetto alla disciplina europea.

¹² Tra le fattispecie tipiche in cui il legislatore autorizza in qualche forma modifiche unilaterali del rapporto in corso d'opera si può menzionare il contratto di appalto (artt. 1661 e 1664), di trasporto (art. 1685), di riscatto (art. 1685), di assicurazione sulla vita (art. 1925 c.c.) e infine il già citato contratto di lavoro subordinato (art. 2203). Sul punto, per una disamina, cfr. A. IORIO, *Le clause attributive dello ius variandi*, Milano, Giuffrè, 2008, *passim*, e A.M. BENEDETTI, (nt. 6), 615. È stato altresì evidenziato come il codice civile da una parte, e la prassi negoziale dall'altra, abbiano legittimato fenomeni, come la standardizzazione dei contratti, palesemente divergenti dal modello egualitario classico, accettando l'idea di una disparità di partenza tra le parti, sia nel procedimento di formazione dell'accordo, sia in fase di esecuzione, a fronte della quale il diritto si inserisce quale strumento di riequilibrio rispetto alla soggezione del contraente forte su quello debole, ovvero di efficienza del rapporto a fronte di circostanze endogene o esogene in grado di incidere sullo stesso [in tal senso v. L. NIVARRA, (nt. 4), 463 ss.].

¹³ Sul punto diffusamente 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, 87 s., ivi anche per altri riferimenti dottrinali.

¹⁴ Cfr., A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 59 ss.; A. DOLMETTA, (nt. 8), 1 ss.; F. SARTORI, (nt. 10), 1897; F. CIVALE, *La trasparenza bancaria*, Milano, Giuffrè, 2013, 211 ss.; e in senso dubitativo, L. SICIGNANO, *Osservazioni ad ABF, Coll. coord. n. 26498/2018, in tema di modi-*

tività del consenso, inquadrando la norma all'interno della gestione delle sopravvenienze contrattuali, resta difficilmente compatibile con la concezione ormai consolidata del giustificato motivo, consistente in qualunque evento «di comprovabile effetto sul rapporto bancario»¹⁵, che sia «potenzialmente idoneo a modificare l'originario sinallagma contrattuale» e non soltanto – come si avrebbe aderendo rigidamente alla teorica delle sopravvenienze – in un evento eccezionale ed imprevedibile. Ne deriva l'opportunità di valorizzare l'istituto sul piano funzionale, più che come un eccezionale rimedio correttivo dell'originario sinallagma contrattuale, come strumento di controllo e “manutenzione” del contratto, rispetto alle possibili variazioni dell'originario equilibrio tra le prestazioni in esso dedotte¹⁶.

Tuttavia, pure a fronte del percorso evolutivo succintamente richiamato, sembra che il *ius variandi* non abbia ancora trovato un equilibrio soddisfacente; non tanto da punto di vista legislativo, laddove la relativa disciplina – fatto salvo per l'incessante processo di armonizzazione della normativa europea in continuo bisogno di aggiornamento¹⁷ – sembra essersi sedimentata¹⁸, quanto sul piano applicativo, atteso che nella prassi il *ius variandi* continua a mostrarsi a seconda dei casi come una “figura a due facce”¹⁹, ora strumento di arbitrio, ora di efficienza.

La più recente attualità mette a dura prova i provvisori gli equilibri di tale figura, fornendo l'occasione all'interprete per riflettere sull'efficacia del relativo assetto normativo sotto diversi profili, con particolare riguardo all'ambito di applicazione oggettivo delle modifiche.

A tal proposito, è stata di recente sottoposta all'attenzione dell'ABF la questione della legittimità della variazione in aumento (e quindi peggiorativa per il cliente) di condizioni economiche inizialmente valorizzate a zero, risolta da ulti-

fica unilaterale del contratto bancario e sussistenza del giustificato motivo, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 837.

¹⁵ Cfr. Ministero dello sviluppo economico, Nota del 21 febbraio 2007, *Chiarimenti in merito all'applicazione dell'art. 10 della legge 4 agosto 2006, n. 248*. E v., Banca d'Italia, Comunicazione del 28 marzo 2017, *Modificazione unilaterale delle condizioni contrattuali*, p. 2, ove si richiede solamente che i costi siano sopravvenuti (e non anche imprevedibili).

¹⁶ In tal senso si veda già P. SCHLESINGER, (nt. 5), 18 ss.; P. SIRENA, *Il “ius variandi” della banca dopo il c.d. decreto-legge sulla competitività (n. 223 del 2006)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 265 ss.; S. PAGLIANTINI, *L'incerta disciplina del nuovo ius variandi bancario: tracce per una lettura sistematica*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 119 ss.; A. MIRONE, *Sistema*, (nt. 11), 409 ss.; ID., *sub art. 118*, (nt. 10), 1348.

¹⁷ Come da ultimo dimostrato dalla già citata nuova direttiva europea in materia di credito al consumo 2023/2225 (v. *supra* nt. 11).

¹⁸ L'ultima modifica dell'art. 118 del T.U.B. risale infatti al 2011, quando il d.l. n. 70, poi modificato e convertito dalla l. n. 106/2011, ha introdotto il secondo comma *bis*, riferito ai clienti non consumatori ed ai soggetti diversi dalle microimprese.

¹⁹ L'espressione nel testo è utilizzata per la prima volta da V. ROPPO, *Il contratto*, II ed., Milano, Giuffrè, 2011, 525.

mo dal Collegio di coordinamento in senso negativo²⁰, considerando tali modifiche alla stregua dell'introduzione di clausole nuove, e come tale estranea all'ambito di applicazione dell'art. 118 T.U.B.

Se l'obiettivo del presente lavoro, pur senza pretesa di completezza o esaustività, è quello di analizzare criticamente l'efficacia dell'assetto di regole in tema di *ius variandi* dei contratti bancari, occorre prima ancora di entrare nel merito delle questioni poste, chiarire meglio la *ratio* di tale istituto e quindi gli interessi rispetto ai quali l'efficacia di tali regole deve essere giudicata.

L'inquadramento del *ius variandi* come strumento di salvaguardia nei rapporti di durata del sinallagma contrattuale, che sottrae l'intermediario ai rischi di alterazioni sopravvenute di tale equilibrio, non coglie a pieno la funzione giuridica dell'istituto²¹, intercettandone solo taluni profili. Ed invero per una corretta disamina della materia, occorre tener ben presenti anche altri due fattori²²: i) la diversa rilevanza per le parti di un rapporto contrattuale delle micro variazioni economiche; ii) gli effetti di sistema di uno squilibrio economico minimo se considerato nel singolo rapporto ma ripetuto un numero considerevole di volte. In quest'ottica il *ius variandi*, da "mero" strumento di salvaguardia dell'efficienza del singolo rapporto contrattuale, assurge sul piano macro negoziale²³ ad importante presidio

²⁰ Cfr. ABF Coll. Coord., 3 luglio 2023, n. 6781, sulla quale si avrà modo di tornare diffusamente nel prosieguo del lavoro (v. *infra* §§ 4 e 5).

²¹ Tantomeno consente di spiegare perché la variazione unilaterale del contratto dovrebbe dipendere da un giustificato motivo, né perché tale requisito valga solo per alcuni contratti (rapporti di durata e credito al consumo) e non per altri (servizi di pagamento art. 126-*sexies*). Sul punto G. OLIVIERI, *Usi e abusi del ius variandi nei contratti bancari*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 114 ss.; A. MIRONE, *sub art. 118*, (nt. 10).

²² Cfr. per tutti F. FERRO LUZZI, *Il giustificato motivo nello Jus variandi: primi orientamenti dell'ABF*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I,731.

²³ D'altronde, che l'istituto del *ius variandi* assolva in massima parte ad una funzione macroeconomica o di sistema appare confermato anche dal fatto che il codice civile già prevede a favore delle parti contrattuali la possibilità di evitare gli effetti sfavorevoli delle variazioni delle condizioni di mercato che superano la normale alea contrattuale (art. 1467 c.c.). La disciplina del *ius variandi* bancario assolve ad una funzione strettamente connessa alla specialità del settore creditizio ed alla natura dell'attività e degli interessi in gioco e risulta quindi più elastica sia nell'indicazione del presupposto legittimante (non è necessario – si ritiene – che la sopravvenienza sia imprevedibile), sia nella previsione del rimedio a favore del contraente che subisce la sopravvenienza (che può modificare il contratto anziché chiedere la risoluzione), proprio in ragione della proiezione su larga scala dello squilibrio del singolo contratto, che può assumere effetti economicamente insopportabili per la banca e inaccettabili per l'intero sistema. Una conferma del carattere speciale del *ius variandi* bancario rispetto agli ordinari strumenti di gestione delle sopravvenienze si ritrova nella stessa norma dell'art. 118 T.U.B., che all'ultimo comma disciplina, come è noto, le variazioni dei tassi (attivi e passivi) adottate, in previsione o in conseguenza, di decisioni di politica monetaria, così tipizzando un'ipotesi specifica di "giustificato motivo" strettamente connessa alla funzione dell'istituto di mantenimento dell'equilibrio sinallagmatico sia a livello di singolo rapporto, che di sistema [cfr. per tutti P. SIRENA, (nt. 16), 281 ss.; in tal senso si veda anche ABF Roma, 23 aprile 2013, n. 2202].

di stabilità degli istituti di credito e di riflesso del sistema creditizio, contro gli effetti su larga scala della variazione degli indici economici, nel rispetto delle esigenze di apertura del mercato in chiave concorrenziale²⁴. Anzi, sembra a chi scrive che sia l'interesse alla protezione del cliente, sia quello alla tutela della concorrenza, si collochino in posizione servente rispetto al valore fondamentale della stabilità del sistema, pur dovendo tutte queste istanze coesistere in una forma adeguata di equilibrio.

D'altronde, come è stato osservato in passato, «le disposizioni in tema di *ius variandi* della banca rappresentano il crocevia della disciplina dell'impresa, del mercato e del contratto, in cui si contemperano esigenze ed interessi disomogenei, che si aggregano attorno al valore della stabilità»²⁵.

Tale assunto si ritiene debba valere quale premessa irrinunciabile e allo stesso tempo punto di osservazione di qualunque disamina sul tema, sia per la corretta comprensione dei problemi che, a maggior ragione, nella prospettazione di possibili soluzioni.

2. La “procedimentalizzazione” delle modifiche unilaterali del contratto.

Come si accennava poc'anzi, l'iniziale “sbilanciamento” nella disciplina del *ius variandi* nei contratti bancari ha trovato risposta in una lunga serie di interventi normativi, taluni di carattere generale, altri riferiti a determinate tipologie di contratto (servizi di pagamento, credito al consumo) o di soggetti (consumatore, micro/macro-impresa), che hanno portato all'introduzione di presidi e rimedi a tutela del corretto esercizio del potere di modifica unilaterale del contratto da parte delle banche.

Il quadro disciplinare, seppur composito, può essere così riassunto.

Il regime generale previsto dal testo unico (art. 118) prevede per i contratti a tempo indeterminato che il *ius variandi* sia previsto da una clausola approvata specificamente, e ne condiziona l'esercizio alla sussistenza di un giustificato motivo ed alla comunicazione personale al cliente, con un preavviso di almeno due mesi, da eseguirsi secondo le modalità previste dal secondo comma della norma, concedendo al cliente, per sottrarsi alla modifica, lo strumento del recesso gratuito dal contratto.

²⁴ Tale funzione è espressa dallo strumento del recesso, con cui il cliente può reagire alla proposta di modifica unilaterale del contratto, alla ricerca sul mercato di migliori condizioni economiche per quel determinato servizio bancario. Non solo, è stato ipotizzato che le differenze, a tratti significative, tra la disciplina del *ius variandi* nei diversi settori di riferimento risentono del diverso grado di apertura di ciascun mercato alla concorrenza, delle asimmetrie informative che in esso caratterizzano le scelte del cliente, nonché del rischio sistemico al quale gli intermediari sono esposti [così G. OLIVIERI, (nt. 21), 118].

²⁵ Così, P. GAGGERO, *La modificazione unilaterale dei contratti bancari*, Padova, Cedam, 1999, 412.

Per i contratti a termine la disciplina si differenzia sul piano soggettivo, atteso che nei rapporti con consumatore o microimprese le modifiche unilaterali possono riguardare solo clausole diverse dal tasso di interessi, sempre nel rispetto delle condizioni sopracitate²⁶, mentre nei rapporti con le macro imprese o soggetti diversi dai consumatori, per modificare unilateralmente i tassi di interesse, non basta un qualunque giustificato motivo ma occorre la previa individuazione in contratto di «specifici eventi e condizioni» (art. 118, secondo comma *bis*). L'evoluzione nel tempo di tale disciplina, sin dall'intervento del 2006²⁷, ha consentito di superare, uniformandole alla norma “fondamentale” del testo unico, sia le regole speciali contenute nel codice del consumo (art. 33, terzo e quarto comma), rispetto alle quali l'art. 118 prevede infatti una disciplina più completa e vantaggiosa per il cliente²⁸, sia la disciplina di matrice europea in materia di credito al consumatore, stante il rinvio espresso che l'art. 125-*bis*, secondo comma del testo unico opera ancora una volta nei confronti dell'art. 118²⁹.

²⁶ In tal senso, per tutti, A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 67.

²⁷ La novella del d.l. n. 223/2006 costituisce probabilmente il più significativo tra gli interventi normativi che hanno riguardato la disciplina del *ius variandi*, determinando un deciso accrescimento del livello di tutela generale, attraverso: i) l'estensione del giustificato motivo, fino ad allora limitato ai rapporti con il consumatore, quale condizione generale per l'esercizio del *ius variandi* in tutti i rapporti bancari e finanziari; ii) la formalizzazione della comunicazione personale di ogni modifica al cliente; iii) la previsione di un preavviso minimo di trenta giorni, tramite la comunicazione di cui sopra (termine poi elevato a sessanta giorni dal d.lgs. n. 141/2010 che lo ha uniformato a quello per il recesso); iv) l'introduzione del diritto di recesso gratuito del cliente entro sessanta giorni dalla ricezione della comunicazione

²⁸ L'art. 33, terzo e quarto comma, c. cons., tuttora in vigore, prevede per i contratti aventi ad oggetto la prestazione di servizi finanziari: i) la possibilità di modificare le «condizioni di contratto», nei soli rapporti a tempo indeterminato, in caso di giustificato motivo, con l'obbligo di dare congruo preavviso al cliente e conseguente diritto di recesso di quest'ultimo (art. 33, terzo comma); ii) la necessità del solo giustificato motivo – anche senza preavviso – per le modifiche del «tasso di interesse» e di «qualunque altro onere relativo alla prestazione finanziaria originariamente convenuti», in tutti i contratti, anche a tempo determinato (art. 33, quarto comma). In proposito, la dottrina maggioritaria suggerisce l'applicazione del regime più favorevole previsto dall'art. 118 T.U.B., in ragione del canone di maggior tutela del consumatore e in coerenza con il testo della direttiva (dir. CEE1993/13), che consentiva agli Stati membri di adottare e mantenere disposizioni più severe, per garantire un livello di protezione più elevato: cfr. sul punto A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 67; L. NIVARRA, (nt. 4), 328; S. PAGLIANTINI, *La nuova disciplina del c.d. ius variandi nei contratti bancari: prime note critiche*, in *Contr.*, 2011, 193; in giurisprudenza si veda App. Roma, 24 settembre 2022, in *Corr. giur.*, 2003, 470 ss.

²⁹ In materia di credito al consumo, infatti, il nuovo testo dell'art. 125-*bis*, introdotto dal d.lgs. n. 141/2010, prevede un rinvio integrale all'art. 118, la cui disciplina si estende quindi anche a tale settore, risultando peraltro più severa di quella prevista a livello europeo. L'unica eccezione è rappresentata dalla norma che sia nella vecchia direttiva [artt. 5, primo comma, lett. *f*], e 10, quinto comma, lett. *e*], che nella nuova (cfr. art. 21, primo comma, lett. *f*, dir. UE 2023/2225) prevede che, sia in sede di informativa precontrattuale, sia in sede di contenuto del contratto, risulti l'indicazione delle «condizioni» di modifica del tasso debitorio, che è stata interpretata restrittivamente dal legislatore.

Il quadro normativo in materia di *ius variandi* si completa con la disciplina sui servizi di pagamento, di cui all'art. 126-*sexies* T.U.B., dettata in aderenza all'art. 44 della direttiva 2007/64/CE (in seguito anche PSD; e oggi dell'art. 54, dir. 2015/2366/UE, c.d. PSD2), che appare radicalmente diversa e per certi versi distonica³⁰ rispetto a quella dell'art. 118; e infatti, in primo luogo, la norma non richiede l'approvazione in forma specifica della clausola da parte cliente, ma solo la previsione in contratto del *ius variandi*³¹; inoltre, la modifica del contratto, fatto salvo per i contratti con i consumatori, – considerato che il disposto dell'art. 33, commi terzo e quarto è applicabile anche ai servizi di pagamento (art. 126-*sexies*, quarto comma *bis*) – non è subordinata alla presenza di un giustificato motivo da parte dell'intermediario e deve essere comunicata al cliente, con almeno due mesi di anticipo, con modalità stabilite in via regolamentare dalla Banca d'Italia (art. 126-*sexies*, primo comma). Infine, la modifica si ritiene accettata dal cliente, a meno che questi non comunichi «che non intende accettarla», configurandosi così per i servizi di pagamento un diritto al rifiuto³², che consente il man-

re interno e dalla Banca d'Italia, i quali si sono limitati a prevedere che i contratti debbano indicare solamente le «condizioni temporali e le modalità» (e cioè, presumibilmente, i termini per la comunicazione e l'efficacia) della modifica [sul punto cfr. A. MIRONE, *La trasparenza*, (nt. 10), 103 s].

³⁰ Un primo elemento di discontinuità si ravvisa già nell'inquadramento cui la stessa figura soggiace nei due diversi settori disciplinari dei contratti bancari in generale (art. 118) e dei servizi di pagamento (art. 126-*sexies*); sembra infatti preferibile la tesi che qualifica il *ius variandi* previsto dall'art. 118 T.U.F. come vero e proprio diritto potestativo, in linea con la centralità che tale potere riveste per la banca nell'ambito dei servizi connessi al settore dell'intermediazione creditizia ed alle conseguenti esigenze di stabilità del sistema bancario [cfr. P. SIRENA, (nt. 16), 262 ss.; F. SARTORI, (nt. 10), 1895, G. LIACE, *sub art. 118*, in *Commentario breve al testo unico bancario*, a cura di R. COSTI e F. VELLA, Padova, Cedam, 2019, 734; A. SCARPELLO, *La nuova disciplina della trasparenza bancaria tra normative di settore e categorie generali civilistiche*, in *Contr. impr.*, 2012, 236 ss.; da ultimo si veda A. MIRONE, (nt. 13), 97; ID., *sub art. 118*, (nt. 10), 1351]; nella figura dell'art. 126-*sexies* si riconosce invece una forma di modica consensuale del contratto, laddove il mancato rifiuto della proposta da parte del cliente configurerebbe una forma di consenso tacito [in tal senso si veda S. PAGLIANTINI, (nt. 28), 196; V. PROFETA, *sub art. 126-*sexies**, in *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, a cura di M. MANCINI *et al.*, Torino, Giappichelli, 2011, 559; A. MIRONE, *sub art. 118*, (nt. 10), 1353]. Una parte minoritaria della dottrina tende invece a ricostruire in modo unitario l'istituto – nonostante le significative differenze tra le due norme – in termini di «procedimento “occulto” di formazione dell'accordo» sulla (proposta di) modifica del regolamento contrattuale formulata al cliente [così, in particolare, A.M. BENEDETTI, (nt. 6), 613; G. SANTONI, *Lo jus variandi delle banche nella disciplina della legge n. 248 del 2006*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 258 ss.].

³¹ Ma nel senso che la lacuna sarebbe colmabile applicando analogicamente l'art. 1341, secondo comma, c.c., A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 71 s.

³² In tal senso cfr. S. PAGLIANTINI, (nt. 28), 196; M. ONZA, *La trasparenza nei servizi di pagamento in Italia (un itinerario conoscitivo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, 612-613; A. MIRONE, *La rilevanza*, (nt. 10), 442 s.; ID., *sub art. 118*, (nt. 10), 1352, il quale evidenzia che l'unico argomento rimasto a sostegno della tesi che vede il recesso come unica possibilità per evitare la modifica sarebbe costituito dalla mancata specificazione nella norma delle modalità con cui la non accettazione deve essere comunicata alla banca. Si tratta tuttavia di una lacuna che può essere agevolmente

tenimento dello *status quo ante*, quale rimedio ulteriore rispetto al solo recesso previsto dall'art. 118.

Dal quadro sopra descritto emerge chiaramente un'attenzione del legislatore alla tutela dell'affidamento e della fiducia del cliente sulle condizioni pattuite, sia in fase precontrattuale, che in corso di rapporto, che va ben oltre la dimensione di partenza della tutela del consumatore – dove ad esempio la previsione del giustificato motivo trova fondamento³³ – determinando, almeno sulla carta, un innalzamento del livello minimo di protezione del cliente, graduato, attraverso i vari set di norme, con maggiore o minore intensità in base al diverso campo di applicazione.

Diverse sono le “difese” poste a tutela del cliente (approvazione della clausola per iscritto, comunicazione personale e formalizzata al cliente della modifica, preavviso minimo di due mesi, giustificato motivo, diritto di recesso dal contratto o di rifiuto della modifica) attraverso le quali il potere di modifica unilaterale del contratto è stato via via “procedimentalizzato”, al fine di favorirne un esercizio più oculato e trasparente. Si tratta invero di una strategia apprezzabile nelle intenzioni che peraltro assegna al nostro legislatore il primato in termini di rigidità della disciplina in materia di modifiche unilaterali dei contratti bancari.

Sul piano comparatistico – cui non è mai superfluo volgere l'attenzione – in materia di *ius variandi* possono distinguersi due scelte di politica legislativa: un approccio che potremmo definire “unitario”, consistente nell'introduzione di una regolamentazione applicabile ad ogni tipo di rapporto bancario³⁴, adottato, tra gli

superata, presumendo che la comunicazione del rifiuto debba essere eseguita nella medesima forma della modifica, trattandosi anche in tal caso di un atto recettizio (sul punto si veda anche *infra* nt. 66). Diversamente, A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 69, secondo i quali in caso di mancata accettazione, l'unico strumento a disposizione del cliente sarebbe il recesso, riconoscendo così anche nel procedimento di cui all'art. 126-*sexies* l'esercizio di un diritto potestativo da parte della banca.

³³ L'introduzione del giustificato motivo, quale condizione di efficacia delle modifiche unilaterali del contratto, si deve alla l. 6 febbraio 1996, n. 52, di attuazione della direttiva CE sui contratti con i consumatori, che prevedeva una disciplina migliorativa, differenziando così il regime del *ius variandi* rispetto ai contratti con la clientela “professionale” (cfr. l'art. 1469-*bis*, terzo e quarto comma – oggi trasfuso nell'art. 33, terzo e quarto comma, c. cons.) in ragione del fatto che il consumatore non fosse in grado di percepire, per lo meno con la dovuta tempestività, le variazioni apportate dall'intermediario.

³⁴ Ferma la disciplina speciale sulle clausole abusive nei rapporti con il consumatore, che si ritrova in tutti gli ordinamenti degli stati membri in applicazione della normativa europea, solo nel sistema spagnolo e in quello italiano si riscontrano regole generali in materia di modifiche unilaterali valide per tutti i contratti bancari. Peraltro, nell'ordinamento spagnolo alla disciplina del *ius variandi* non è dedicata una norma *ad hoc* – al pari degli artt. 118 e 126-*sexies* del T.U.B. – ma questa è prevista nelle disposizioni generali in materia di trasparenza bancaria ed in particolare nelle regole sul contenuto del contratto, che tra le altre informazioni deve indicare anche i diritti che spettano alle parti con riguardo alle modificazioni unilaterali del contratto ed il procedimento per apportarle [cfr. norma sesta, *apartado* 6, lett. d) della *Circular del Banco de España n.º 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela*]. Anche la collocazione

ordinamenti esaminati, dal legislatore italiano e spagnolo; e un approccio “per prodotto”, che, in mancanza di una disciplina generale, si esprime nella previsione di regole differenziate solo per taluni contratti (di deposito o di pagamento) e che si riscontra nell’esperienza francese e nei principali sistemi di *common law* (Regno Unito e Stati Uniti)³⁵.

sistemica della norma, oltre che – come si avrà modo di vedere – le regole previste per l’esercizio del *ius variandi*, conferma la sensazione generale della minore centralità che tale istituto assume nel sistema della trasparenza bancaria negli ordinamenti diversi da quello italiano.

³⁵ Nell’ordinamento francese la disciplina sui contratti bancari è contenuta nel *Code monétaire et financier*, che prevede regole sulle modifiche unilaterali solo per il contratto di conto corrente (artt. 312-1-1-) e per i servizi di pagamento (artt. 314-12). In posizione peculiare si colloca la Germania (riferimenti), ove manca una disciplina specifica del *ius variandi* nei contratti bancari e per modificare il contenuto di un rapporto contrattuale a lungo termine, in linea di principio è necessario un accordo consensuale tra le parti (cfr. § 311, primo comma, BGB). Nei rapporti bancari, tuttavia, si è consolidata la prassi di consentire la modifica delle condizioni generali di contratto, *Allgemeinen Geschäftsbedingungen-Banken* (AGB) tramite silenzio assenso del consumatore rispetto ad una proposta di modifica da parte della banca, con un meccanismo di fatto simile a quello delle modifiche unilaterali *tout court*. In argomento si veda C. KROPF, in: S. KÜMPEL, P.O. MÜLBERT, A. FRÜH, T. SEYFRIED, *Bankrecht und Kapitalmarktrecht*, Auflage 6, 2022, Ototoschmidt, Rn. 3, 208; J. BASEDOW, in *Münchener Kommentar zum BGB*, 8. Auflage, 2019, § 305 BGB Rn. 88. Per un approfondimento sulle condizioni generali dei contratti bancari (AGB) si veda invece N. HORN, *Die AGB-Banken als Grundlage des Bankprivatrechts*, De Gruyter, Köln, 1993; da ultimo cfr. H.J. BUNTE, K. ZAHRT, *AGB-Banken, AGB-Sparkassen, Sonderbedingungen. Kommentar*, Auflage 6, 2023, Beck ed., 36 ss.

Per una panoramica sugli altri sistemi europei, D. BUSCH, M. LEHMANN, *Unfair terms in banking and financial contracts*, Oxford, Oxford University Press, 2023, *passim*. Gli ordinamenti di *common law* adottano un approccio decisamente più *soft* alla materia, sia in termini di regolamentazione delle condizioni per l’esercizio del diritto, sia in termini di rimedi contro gli eventuali abusi, quasi sempre circoscritti al piano risarcitorio. Nel Regno Unito, la disciplina generale per i contratti con i consumatori è contenuta nel *Consumer Rights Act* (2015) – che ha sostituito la *Unfair Terms in Consumer Contracts Regulations* (UTCCRs 1999) – e che prevede talune condizioni per le modifiche unilaterali dei contratti finanziari, per lo più limitate all’obbligo di comunicazione (anche impersonale) e al diritto di *exit* dal rapporto. Regole speciali sono invece previste dalla legislazione secondaria della *Financial conduct authority* (FCA) per taluni tipi di contratti, ed in particolare per i mutui ipotecari (cfr. *Mortgages and Home Finance: Conduct of Business sourcebook* MCOB, par. 7.6.1), per i contratti di finanziamento e il credito al consumo (cfr. *Consumer Credit Sourcebook* CONC 6.7.14). Infine negli Stati Uniti, a livello federale non vi è una disciplina uniforme e cogente in materia di modifiche unilaterali del contratto, bensì, solo con riguardo ai rapporti con i consumatori, è stato introdotto un testo normativo cui gli Stati possono aderire su base volontaria (*Uniform Consumer Credit Code*) – approvato dalla *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* nel 1968 – oggi recepito solo da undici degli Stati membri, che ammette ogni variazione del contratto, a condizione che, ove questa riguardi i costi o il tasso di interesse, ne venga data comunicazione in anticipo al cliente [cfr. 15 U.S.C. § 1601(a)]. Per il resto la materia del *ius variandi* è lasciata alla libera regolamentazione degli Stati Membri, dove comunque il dibattito si è concentrato più sulla modifica di clausole arbitrali (*arbitration clause* o *litigation waiver*), che sulla variazione dei costi del contratto, che risulta essere pratica largamente diffusa ed accettata. Solo nel 2009, il Presidente B. Obama ha firmato il *Credit Card Accountability Responsibility and Disclosure Act*, che, solo con riguardo alle carte di credito ed ai servizi di pagamento, obbliga gli intermediari a dare notifica di ogni “*significant change*” del contratto con almeno quarantacinque giorni di preavviso. Va tuttavia

Con riguardo al fondamento giuridico, nessuno degli ordinamenti esaminati sembrerebbe attribuire *ex lege* all'intermediario il diritto di modificare unilateralmente il contratto, con la conseguente necessità che tale diritto sia riconosciuto da un'apposita previsione negoziale. Si distinguono al riguardo gli ordinamenti che esigono chiaramente che una clausola di *ius variandi* sia stata inserita in contratto (Italia e Germania)³⁶ dai sistemi in cui tale necessità si deduce da alcuni indici normativi sul contenuto degli obblighi di informazione precontrattuale³⁷ (Francia,

precisato che il *CARD Act* ha un ambito applicativo più esteso rispetto a quanto farebbe pensare il titolo, estendendosi a tutta l'area del credito al consumo (sia rateale che rotativo), che normalmente viene emesso attraverso carte di credito.

³⁶ Anche dalla collocazione sistematica della fattispecie sembra potersi trarre qualche rilevante indicazione in ordine alla natura del *ius variandi* nei diversi ordinamenti, atteso che nei paesi (come l'Italia e la Germania) con una consolidata tradizione dogmatica sulla categoria del negozio giuridico l'istituto sembra configurarsi come un'eccezione al principio di vincolatività del contratto e pertanto viene regolato o in una norma autonoma, attraverso una capillare regolamentazione di tale potere – quasi a volerne evidenziare, nelle intenzioni del legislatore, il carattere di eccezionalità (artt. 118 e 126-*sexies* del T.U.B.) – ovvero circoscrivendo il suo ambito di applicazione ai soli settori (contratti con il consumatore, credito al consumo e servizi di pagamento) previsti dalla disciplina comunitaria, come si riscontra infatti nell'esperienza tedesca. In effetti nell'ordinamento tedesco, come si accennava poc'anzi (v. *supra* nt. 35), le AGB delle banche attribuiscono all'intermediario il potere di modifica del contratto in conformità al principio consensualistico (cfr. §1, secondo comma delle *AGB-Banken* e specificamente per la variazione dei costi e delle tariffe dei servizi bancari § 12, comma quinto delle stesse *AGB-Banken*), prevedendo un meccanismo non dissimile da quello del nostro art. 118 T.U.B., ancorché inquadrato dalla dottrina quasi unanime come modifica bilaterale [cfr. H.J. BUNTE, K. Zahrte, (nt. 35), 36 C. Kropf, (nt. 35), 208 ss.; M. TONNER, T. KRÜGER, *Bankrecht*, Auflage 3, 2020, § 5, 2]. Recentemente, con la sentenza del 27 aprile 2021, la Corte Federale di Giustizia tedesca (BGH) ha stabilito che le clausole che nei contratti bancari presumono dal silenzio/mancato rifiuto il consenso del cliente a modifiche delle condizioni generali di contratto (AGB) sono inefficaci nei rapporti con i consumatori, ai sensi dell'art. 307, primo comma, primo inciso e, secondo comma, n. 1 del BGB. Nella sentenza la Corte tedesca afferma che il paragrafo 1, secondo comma, delle AGB si discosta dai principi fondamentali di cui al § 305, secondo comma, e al § 311, primo comma, ed ai §§ 145 ss. del BGB, poiché qualifica il silenzio del cliente come accettazione di una proposta di modifica contrattuale, secondo un meccanismo che svantaggia in modo sproporzionato i clienti ai sensi dell'art. 307, primo comma, frase 1, secondo comma, n. 1 del BGB. Per un commento di tale importante provvedimento, che di fatto modifica l'inquadramento sistematico del *ius variandi* dopo più di sessant'anni di prassi consolidata, cfr. T. LANGNER, *Die Entscheidung des BGH zum AGB-Änderungsmechanismus – eine kritische Würdigung*, in *WM* 2021, 1869 ss.

³⁷ In altri ordinamenti, il potere di modifica unilaterale del contratto trova spazio di disciplina nelle regole sulla trasparenza bancaria ed in particolare nell'indicazione del contenuto del contratto, restituendo l'idea che il *ius variandi* sia avvertito come una fattispecie del tutto fisiologica del rapporto contrattuale tra intermediario e cliente rispetto agli equilibri di sistema, che non richiede l'applicazione generalizzata di un particolare livello di tutela, che infatti in tali ordinamenti viene innalzato solo a favore di determinate categorie di soggetti. Si veda ad esempio, per l'ordinamento spagnolo la norma sexta, apartado 6, lett. d) della *Circular del Banco de España n.º 8/1990, de 7 de septiembre*, che testualmente recita: «Los documentos contractuales relativos a operaciones activas o pasivas en las que intervenga el tiempo deberán recoger de forma explícita y clara los siguientes extremos: (...)»

Spagna) ovvero, nei sistemi di *common law*, dalle decisioni delle corti, ove la legittimità della modifica unilaterale si fonda per lo più sul giudizio di “*fairness*” della relativa clausola³⁸.

Con riferimento alle modalità di comunicazione della modifica, risulta prevalente la scelta di ammettere esclusivamente forme di comunicazione preventiva individuale, da effettuarsi per iscritto o mediante altro supporto durevole³⁹; solo il nostro legislatore richiede, inoltre, un particolare livello di formalizzazione della stessa⁴⁰, con l’obiettivo vagamente “paternalistico” di utilizzare ogni mezzo a disposizione, per richiamare l’attenzione del cliente sull’importanza dell’oggetto della comunicazione. Fa eccezione il legislatore spagnolo, il quale consente che la modifica sia comunicata mediante pubblicazione su un giornale, se ciò è previsto

d) *Los derechos que contractualmente correspondan a las partes, en orden a la modificación del interés pactado o de las comisiones o gastos repercutibles aplicados y el procedimiento a que deban ajustarse tales modificaciones, que, en todo caso, deberán ser comunicadas a la clientela con antelación razonable a su aplicación, y los derechos de que, en su caso, goce el cliente cuando se produzca tal modificación*». Lo stesso ordinamento prevede poi regole più stringenti in materia di contratti con il consumatore (cfr. *Disposición adicional primera* alla *Ley 26/1984, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*).

³⁸ Cfr. sul punto, per il Regno Unito, le linee guida emesse dalla *Financial Conduct Authority*, su *Fairness of variation terms in financial services consumer contracts under the Consumer Rights Act 2015*, 11 ss., ove anche relativi riferimenti al *case law*. Per l’ordinamento statunitense, si veda invece in dottrina P. ALCES, *They Can Do What!/? Limitations on the Use of Change-of-Terms Clauses*, in *Georgia State University Law Review*, 2012, 29 ss.

³⁹ In tal senso dispongono le norme dell’ordinamento francese (cfr. artt. 312-1-1- e 314-13 del *Code monétaire et financier*), e, limitatamente ai contratti con i consumatori, anche quelle dell’ordinamento tedesco e britannico.

⁴⁰ Ci si riferisce alla formula sacramentale “proposta di modifica unilaterale del contratto” con la quale gli intermediari sono tenuti a segnalare la comunicazione ai sensi del secondo comma dell’art. 118 T.U.B., che nell’idea del legislatore dovrebbe richiamare l’attenzione del cliente, sia sull’oggetto della comunicazione, perché questa sia immediatamente distinguibile da altre comunicazioni periodiche della banca (quali estratti conto, comunicazioni promozionali ecc.), sia sul fatto che la modifica non è ancora operativa al momento della comunicazione (come si dovrebbe evincere dall’uso del termine proposta) e che quindi il cliente vi si può sottrarre esercitando il recesso. Non convince invece la tesi che valorizza l’argomento letterale – l’utilizzo appunto del termine “proposta” nella formula della comunicazione e l’inciso per cui “la modifica si intende approvata”, di cui al secondo comma, penultimo inciso dell’art. 118 – per ricondurre la fattispecie di cui all’art. 118 alle modifiche consensuali del contratto, considerando il mancato recesso come consenso tacito alla variazione [in tal senso cfr. G. SANTONI, (nt. 30), 258 ss., A. FICI, *Osservazioni in tema di modificazione unilaterale del contratto* («jus variandi»), in *Riv. crit. dir. priv.*, 2002, 412 ss.]. Più di recente tale posizione è stata ripresa da A.M. BENEDETTI, (nt. 6), 613 ss., che ricostruisce l’istituto in termini di «procedimento “occulto” di formazione dell’accordo sulla (proposta di) modifica del regolamento contrattuale formulata al proprio cliente». Per la tesi ormai maggioritaria che configura il *ius variandi* come vero e proprio diritto potestativo cfr. A. MIRONE, *La trasparenza*, (nt. 10), 106 s.; ID., *Le fonti del diritto bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 302; ID., *Sub. art. 118*, (nt. 10), 1351 ss.; P. SIRENA, (nt. 16), 262 ss.; F. SARTORI, (nt. 9), 1895; G. LIACE, (nt. 30), 734. Si veda anche, ABF Milano, n. 98/2919; ABF Milano, n. 1298/2010.

dal contratto⁴¹, mentre negli ordinamenti di *common law*, pur mancando una regolamentazione specifica delle modalità di comunicazione della variazione, tale profilo viene valutato con una certa severità nei giudizi intentati collettivamente dai clienti, portando gli intermediari a modificare nel tempo le proprie prassi informative verso comunicazioni di carattere personale⁴².

Non si riscontrano invece differenze significative tra i vari ordinamenti né con riguardo al termine di preavviso che deve essere offerto al cliente prima che la modifica sia efficace⁴³, né con riguardo alle tecniche di reazione tra le quali si

⁴¹ Cfr. la norma sesta, *apartado* 8 della citata Circolare del Banco di Spagna, che ammette che la comunicazione personale al cliente di cui alla lett. d) dell'*apartado* 6 possa essere sostituita dalla pubblicazione su un giornale, se ciò è previsto dal contratto, che in tal caso dovrà altresì indicare il giornale sul quale verranno pubblicate le comunicazioni relative alle modifiche unilaterali.

⁴² Negli Stati Uniti la normativa generale sui contratti con i consumatori (*Uniform consumer credit code*) si limitava a richiedere che la comunicazione al cliente della modifica avvenisse in forma scritta. Tale regola, anche per la sua genericità, era stata abusata dagli intermediari, i quali, nel rispetto del requisito delle forma "scritta", ricorrevano spesso a forme di comunicazione impersonali (tramite pubblicazione sul sito della compagnia, o su giornali), oppure dissimulavano la proposta di modifica unilaterale del contratto, confondendola insieme a numerose altre comunicazioni periodiche (come estratti conto, messaggi pubblicitari, ecc.) c.d. *bill stuffer*, portando le corti degli Stati membri a correggere tali prassi, ora dichiarando invalide le clausole sul *ius variandi*, ora giudicando "*unenforceable*" quelle modifiche unilaterali comunicate in modo tale da rendere improbabile l'effettiva informazione da parte del cliente, ovvero da ostacolare la agevole comprensione dell'oggetto della comunicazione (cfr. *Spann v. American Express Travel Related Services Co.*, 224 S.W.3d 698, Tenn. Ct. App. 2006; *Marsh v. First USA Bank*, 103 F. Supp. 2d 909, N.D. Tex. 2000; *DirecTV, Inc. v. Mattingly*, 829 A.2d 626, Md. 2003). Tale orientamento è stato poi recepito a livello legislativo dalla disciplina speciale sugli strumenti di pagamento dettata dal *Credit Card Accountability Responsibility and Disclosure Act*, del 2009 che alla *Section* 101, par. 3 prevede espressamente «*Each notice required by paragraph (1) or (2) shall be made in a clear and conspicuous manner, and shall contain a brief statement of the right of the obligor to cancel the account pursuant to rules established by the Board before the effective date of the subject rate increase or other change*». Sul punto, in dottrina, si veda S.I. BECHER, U. BENOLIEL, *Sneak in contracts*, in *Georgia L. Rev.*, 2020, 688 ss.

Analogamente, anche nel Regno Unito né le regole generali sulla trasparenza nei rapporti con i consumatori (Schedule 2 paragraph 22, *Consumer Rights Act*), né quelle speciali previste per le modifiche unilaterali nei mutui ipotecari (art. 7.6.1 *MCOB Mortgages and Home Finance: Conduct of Business sourcebook*) o sugli strumenti di pagamento (art. 6.7. *Consumer credit sourcebook*), prevedono alcunché circa le modalità di comunicazione delle variazioni decise dall'intermediario. Sulla correttezza e la trasparenza delle modalità di comunicazione alla clientela delle modifiche del contratto vigilano *ex post* le corti, chiamate a valutare attraverso una serie di elementi la correttezza (*fairness*) della relativa clausola (c.d. *Fairness and transparency test*), costituendo, anche alla luce degli ingenti risarcimenti comminati in caso di violazione, un forte incentivo verso prassi virtuose da parte delle banche.

⁴³ In tutti gli ordinamenti esaminati, le regole sul *ius variandi* richiedono che il cliente sia informato con preavviso della modifica, talvolta indicando un termine minimo determinato che va da trenta giorni (v. in Francia art. 224-33 *Code de la consommation*) a due mesi (v. nel Regno Unito, la regola 6.7.14 del *Consumer Credit Sourcebook* CONC), talvolta limitandosi a prevedere che il termine di preavviso sia congruo o *reasonable* (cfr. nell'ordinamento spagnolo la norma sesta, *aparta-*

privilegia, specie nei contratti con la clientela non professionale, il diritto di recesso, mentre trova applicazione residuale, solo in taluni ordinamenti, la possibilità di rifiutare la modifica mantenendo in vita il contratto⁴⁴.

Le condizioni fin qui esaminate, che compongono nei vari sistemi, pur con le rilevate differenze, il complesso procedimento in cui si articola l'esercizio del *ius variandi*, appaiono tutte reciprocamente collegate e funzionalmente rivolte alla corretta informazione del cliente: così l'approvazione – ove richiesta – della clausola in forma specifica costituisce il presupposto cui si collegano in funzione attuativa le singole operazioni di modifica; la comunicazione personale serve a garantire – *rectius* a favorire – l'effettiva conoscenza da parte del cliente della variazione; il termine di preavviso risulta strettamente connesso agli strumenti di reazione concessi, fornendo al cliente il tempo necessario per valutare l'opportunità di recedere o – quando possibile – di rifiutare la proposta⁴⁵.

do 6, lett. d) della *Circular del Banco de España n.° 8/1990*, o nel Regno Unito la regola speciale 7.6.1. del *Mortgages and Home Finance: Conduct of Business sourcebook* sui mutui ipotecari). Si segnala altresì che in alcuni casi la regola sul termine di preavviso manca di collegamento funzionale con il diritto di recesso concesso al cliente, per il quale è previsto un termine diverso (cfr. artt. 224-33 del codice del consumo francese, che prevede per i contratti finanziari che la comunicazione della modifica debba avvenire con un mese di anticipo rispetto alla sua entrata in vigore, lasciando invece un termine di quattro mesi dalla notifica per l'esercizio del diritto di recesso). La medesima criticità si riscontrava inizialmente anche nell'ordinamento italiano, laddove l'art. 118 del testo unico, dopo l'intervento di riforma del 2006, prevedeva un preavviso di 30 giorni e un termine di sessanta per l'esercizio del diritto di recesso del cliente, ponendo la questione in dottrina dell'individuazione del momento di entrata in vigore delle modifiche [cfr. con varietà di soluzioni G. SANTONI, (nt. 30), 259 s; U. MORERA, *Contratti bancari (disciplina generale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 169; P. SIRENA, (nt. 16), 262; A. MIRONE, *Le fonti*, (nt. 40), 303]. La questione è stata poi risolta con il d.lgs. n. 141/2010, che ha equiparato il termine di preavviso e quello per l'esercizio del recesso, fissandolo per entrambi in almeno due mesi.

⁴⁴ In particolare in Francia, mancando un regime generale sul *ius variandi* dei contratti bancari, le regole sul contratto di conto corrente e sui servizi di pagamento, analogamente al nostro art. 126-*sexies* T.U.B., riconoscono al cliente, in aggiunta al recesso, la possibilità di rifiutare la modifica, mantenendo in vita il contratto alle condizioni in precedenza vigenti (cfr. art. 312-1-1-*Code monétaire et financier*). La norma francese – che trova anch'essa la sua fonte nell'art. 54, par. 1, 2° co, della direttiva 2015/2366 (UE) (c.d. PSD2) – diversamente dall'omologa italiana (v. *supra*, § 2, 937 e nt. 32), non ha destato particolari dubbi interpretativi, probabilmente per una maggiore chiarezza espositiva, laddove l'utilizzo dell'avverbio "*également*" (altresi) – che invece manca nel testo dell'art. 126-*sexies*, secondo comma – esprime chiaramente il carattere alternativo del recesso rispetto al semplice rifiuto della modifica, quale rimedio ulteriore a favore del cliente, che è libero di scegliere l'opzione più congeniale. Per maggiore chiarezza si riporta per esteso la norma sopra citata «(...) *Selon les modalités prévues dans la convention de compte de dépôt, l'établissement de crédit informe le client qu'il est réputé avoir accepté la modification s'il ne lui a pas notifié, avant la date d'entrée en vigueur proposée de cette modification, qu'il ne l'acceptait pas; dans ce cas, l'établissement de crédit précise également que, si le client refuse la modification proposée, il peut résilier la convention de compte de dépôt sans frais, avant la date d'entrée en vigueur proposée de la modification*».

⁴⁵ Tale valutazione sembra tuttavia articolarsi in modo parzialmente diverso, a seconda che il rimedio concesso dalla legge sia quello del recesso o del rifiuto. Dal punto di vista del cliente, il ri-

In definitiva, la strategia perseguita in tutti i sistemi al fine di contenere il rischio di abusi del *ius variandi*, in assenza di forme di controllo preventivo sull'operato delle banche⁴⁶, sembra fondarsi innanzitutto sulla corretta informazione del cliente, con l'obiettivo tendenziale di responsabilizzare quest'ultimo in una duplice direzione: sia, in caso di corretto esercizio del potere di modifica, affinché si attivi per comprendere la portata della variazione proposta e valuti se "accettarla", sia, nel caso di uso illegittimo di tale prerogativa, affinché contesti la violazione dinanzi agli organismi e/o alle autorità preposte.

Non a caso, infatti, tutte le condizioni fin qui esaminate hanno come destinatario dal punto di vista funzionale il cliente; sebbene si tratti di vincoli che gravano

fiuto richiede soltanto che egli abbia contezza della modifica proposta, ovvero, considerando le modalità di comunicazione personalizzata, che non la ignori. Una volta appreso che si tratta di una modifica peggiorativa, sarà sufficiente, per mantenere lo *status quo ante*, comunicare alla banca di non accettare la proposta. La valutazione che precede l'attivazione del rimedio, quindi, è piuttosto semplice, essendo del tutto superfluo approfondire i dettagli della variazione, le ragioni che la hanno resa necessaria per l'intermediario, o la congruità della stessa. Nel caso del recesso, invece, l'attivazione di tale rimedio richiede sicuramente un'analisi più approfondita sugli effetti della modifica proposta, al termine della quale il cliente sarebbe chiamato a svolgere un giudizio di "sopportabilità" delle nuove condizioni, che deve tener conto anche dalle possibili alternative disponibili sul mercato, in termini di qualità e costi, per i medesimi servizi. In altre parole, il recesso, anche se "gratuito" e senza spese – tralasciando i casi in cui il suo esercizio comporta il rientro dal finanziamento erogato dall'intermediario – ha un costo, in termini di studio della proposta della banca e di ricerca delle possibili alternative, che non sempre il cliente è disposto a sostenere e che incide direttamente sull'effettivo utilizzo di tale rimedio, più dell'effettiva legittimità dell'esercizio del potere. Tali profili sono stati ben approfonditi dalla dottrina statunitense – tradizionalmente più attenta all'analisi economica del diritto e delle scelte dei suoi operatori – che ha evidenziato come la prima ragione per cui il diritto di recesso si rivela sovente un rimedio insufficiente rispetto ai possibili abusi della banca non è tanto l'assenza di informazione del cliente circa la modifica ma la mancanza di incentivi all'esercizio dei rimedi previsti (sul punto cfr. D. HORTON, *The shadow terms: contract procedure and unilateral amendments*, in *University of California L. Rev.*, 2010, 661 s.) Il punto acquista particolare rilievo ove si consideri che nella prassi, anche in Italia, solo il cliente professionale oppure, solo per taluni contratti (come per esempio il mutuo) anche il consumatore, a fronte di determinate variazioni (come un aumento significativo del tasso di interesse), ha tipicamente interesse a mettere in moto il descritto procedimento valutativo, al fine di compiere una scelta efficiente; diversamente, per variazioni di scarsa entità o relative a clausole secondarie del contratto, anche qualora il mercato offra condizioni migliori presso altri istituti, il più delle volte prevalgono, in mancanza di forti incentivi, scelte conservative anche se meno convenienti.

⁴⁶ In nessun ordinamento si riscontrano forme di controllo preventivo da parte dell'autorità di vigilanza sul corretto esercizio del *ius variandi*, che sarebbe invero una soluzione eccessivamente rigida nei confronti delle banche e difficilmente realizzabile sul piano pratico. I rimedi contro le violazioni delle regole sulle modifiche unilaterali del contratto, si risolvono almeno negli ordinamenti europei, nelle iniziative individuali dinanzi all'autorità giudiziaria, o più comunemente – come avviene in Italia con l'ABF – ad organismi arbitrali o di mediazione. Negli ordinamenti di *common law*, tuttavia, a fronte di regole complessivamente meno rigide nei confronti degli intermediari, la funzione di controllo e di deterrenza contro le pratiche abusive in materia di *ius variandi* è rimessa agli ingenti risarcimenti (anche punitivi) che le corti possono comminare a fronte delle azioni di classe sovente intentate da una moltitudine di clienti. [cfr. S.I. BECHER, U. BENOLIEL, (nt. 42), 699 s.].

in concreto sugli intermediari, tali condizioni incidono nondimeno solo sul *quomodo* dell'esercizio del ius e non sull'*an*, con la conseguenza che, una volta assimilate nelle prassi standardizzate dell'attività bancaria, gli istituti potrebbero astrattamente procedere alla modifica in ogni momento, secondo volontà.

3. Il giustificato motivo come punto di equilibrio degli interessi in rilievo.

Considerazioni analoghe valgono per il giustificato motivo nonostante il significativo ruolo che la norma riserva a tale presidio sostanziale di tutela.

Concentrandoci sulle regole del nostro ordinamento, si osserva, in primo luogo, che mentre le altre condizioni esaminate consistono tutte in meri adempimenti del procedimento modificativo, il giustificato motivo, pur presentando la medesima connotazione sul piano strutturale⁴⁷, ha una radice estranea alla sfera di controllo della banca, originando, come è noto, o da un fatto esterno al rapporto, ovvero da una circostanza legata al cliente⁴⁸. In altre parole, se formalmente il giu-

⁴⁷ In quanto concorre, al pari delle altre condizioni, a formare il procedimento nel quale si articola l'esercizio del potere di modifica unilaterale del contratto. Nel nostro ordinamento il riferimento al giustificato motivo, di cui all'art. 118 T.U.B., appare costruito come una vera e propria condizione di legittimità per l'esercizio del diritto, con la conseguenza che può oggi configurarsi un vero e proprio onere a carico della banca di comunicare al cliente la specifica motivazione della variazione contrattuale, pena la sua inefficacia e l'impossibilità per la banca di allegare le proprie motivazioni *ex post*, in caso di contestazione. Sul punto, cfr. G. SANTONI, (nt. 30), 261. Cfr., anche F. FERRO-LUZZI, (nt. 22), 735.

⁴⁸ Diversi autori si sono cimentati nella classificazione dei casi più comuni integranti giustificato motivo, tra i quali si annoverano principalmente i) la modifica dei tassi quasi sempre dipendente da decisioni di politica monetaria, prevista come ipotesi tipica dal quarto comma dell'art. 118; ii) l'aumento dei costi della banca relativi all'erogazione di taluni servizi; iii) le sopravvenienze normative, che incidano sulla validità di clausole contrattuali preesistenti. [cfr., *ex multis*, A. DOLMETTA, (nt. 8), 40 ss., F. SARTORI, (nt. 9), 136 ss.; A. MIRONI, *Sub. art. 118*, (nt. 10), 1355 ss.]. Inoltre, si riconosce generalmente che il giustificato motivo possa consistere, nelle operazioni creditizie, in un rilevante peggioramento delle condizioni di affidabilità del cliente e quindi del suo merito creditizio; in tal senso, cfr. Ministero dello sviluppo economico, Nota del 21 febbraio 2007, (nt. 15), 2; M. SILVETTI, in V. CALANDRA BUONAURA, V. PERASSI, M. SILVETTI, *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di G. COTTINO, VI, Padova, Cedam, 2001, 447; A. DOLMETTA, (nt. 8), 19; F. SARTORI, (nt. 9), 138 ss. Diversamente orientato, F. FERRO-LUZZI, (nt. 22), 731 ss., sulla base del rilievo di vertice secondo cui la disciplina del *ius variandi*, «più che rispondere all'esigenza di conservare nel corso del tempo l'equilibrio tra prestazioni contrattuali così come originariamente voluto dai singoli contraenti, mira a conservare per uno dei contraenti l'equilibrio macro-negoziale, poi al fine di consentire il mantenimento dei singoli rapporti» (732); ragion per cui l'alterazione dell'equilibrio sinallagmatico nella singola operazione dovrebbe trovare risposta negli ordinari rimedi di carattere generale, come la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. In realtà parte della dottrina ha evidenziato come la questione abbia avuto fino ad oggi rilevanza soltanto teorica, mancando nella prassi una concreta esperienza applicativa di tale ipotesi in sede giurisprudenziale ed arbitrale, potendosi anzi presumere che essa non sia utilizzata in modo significativo

ustificato motivo non si differenzia dalle altre condizioni previste dall'art. 118 T.U.B. – atteso che, in caso di violazione dell'una o delle altre, la modifica realizzata sarà comunque inefficace – da un punto di vista sostanziale tale condizione acquista rilievo centrale nell'economia dell'istituto⁴⁹, costituendo l'unico elemento in grado di incidere sull'*an* del *ius variandi*, in assenza del quale la banca – indipendentemente dall'informazione del cliente – non potrebbe in alcun modo avviare il procedimento di modifica.

Pertanto, la previsione del giustificato motivo si erge, meglio delle altre condizioni, a presidio del corretto esercizio del diritto, poiché intercetta sia le esigenze di sistema della banca – trattandosi di un requisito che ha solitamente portata seriale e incidenza generalizzata su tutti i rapporti cui è riferito – sia quelle della clientela, che può fare affidamento sul fatto che la modifica non sia conseguenza di una decisione discrezionale o financo arbitraria dell'intermediario.

L'ambivalenza del giustificato motivo è stata debitamente evidenziata dalla dottrina, che ha definito tale elemento come «il fulcro attorno al quale ruota il punto di incontro tra le esigenze di sistema della banca e quelle del singolo cliente»⁵⁰, ed il momento in cui tali istanze si pongono in rapporto critico è certamente quello della ricezione della comunicazione sulla modifica unilaterale del contratto.

A tal proposito, in Italia è piuttosto consolidata la tendenza della dottrina⁵¹ e della giurisprudenza arbitrale a valorizzare il giustificato motivo in funzione informativa, elevando il cliente, quale destinatario della comunicazione, al ruolo di “controllore” anche di tale presupposto di legittimità dell'istituto. Sviate circostanze depongono in tal senso e in particolare il fatto che il giustificato motivo, nonostante qualche iniziale incertezza sul punto⁵², debba essere comunicato al

dalle banche, che preferiscono verosimilmente rimedi più netti (revoche e decadenze) al verificarsi delle condizioni previste dal contratto [così A. MIRONE, *sub* art. 118, (nt. 10), 1356].

⁴⁹ Sulla centralità del giustificato motivo nella disciplina del *ius variandi* cfr. *ex multis* F. SARTORI, (nt. 9), 141; F. FERRO LUZZI, (nt. 22), 734 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11), 78 ss., i quali mettono in relazione tale condizione con la *ratio* dell'istituto; più di recente, in tal senso, si veda anche A. M. BENEDETTI, (nt. 6) 617; A. MIRONE, *sub* art. 118, (nt. 10), 1353 ss. Diversamente, nel senso di svalutare la rilevanza del giustificato motivo, in favore della clausola generale di buona fede, considerata anche prima della riforma del 2006 lo strumento più efficace per sindacare l'eventuale uso abusivo del potere di modifica unilaterale, cfr. G. SANTONI, (nt. 30), 257; L. NIVARRA, (nt. 4), 465; M. BUSSOLETTI, *La disciplina del jus variandi nei contratti finanziari secondo la novella codicistica sulle clausole vessatorie*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, I, 21.

⁵⁰ Così testualmente F. FERRO LUZZI, *Ipotesi e rilievi sui confini applicativi dell'art. 118 T.u.b. dopo l'introduzione del comma 2-bis*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 149.

⁵¹ Diversi autori evidenziano il ruolo del giustificato motivo come “veicolo informativo”, che risponde all'esigenza di consentire al cliente un eventuale recesso informato e consapevole. In tal senso si veda A. DOLMETTA, (nt. 8), 12 ss.; F. SARTORI, (nt. 9), 141 s.

⁵² In passato, all'indomani dell'intervento di riforma del 2006 che estese l'obbligo del giustificato motivo a tutti i rapporti bancari (art. 118 T.U.B.), l'ABI avanzò il dubbio che tale elemento non dovesse costituire oggetto di comunicazione al cliente, non potendosi peraltro ricavare un simile

cliente, costituendo l'oggetto di un vero e proprio onere di allegazione da parte della banca⁵³.

In questa direzione può leggersi anche la copiosa giurisprudenza dell'ABF che ha progressivamente specificato e circostanziato l'elemento del giustificato motivo, che: i) non può consistere in indicazioni del tutto generiche o indeterminate⁵⁴; ii) deve essere espresso in termini chiari e facilmente comprensibili alla clientela, anche con riguardo alle conseguenze che ne derivano sul piano economico e normativo; iii) deve essere congruo rispetto all'entità della modifica proposta, integrando quindi condizione di legittimità non solo sul *sull'an* ma anche sul *quantum*⁵⁵ della variazione.

obbligo dal testo della norma, e ritenendo che la funzione del giustificato motivo fosse piuttosto da ricercare nella tutela della concorrenza (cfr. ABI circolare n. 23, 7 agosto 2006). Sul punto intervenne in risposta l'Autorità antitrust, che sulla suddetta circolare ABI avviò un'istruttoria, denunciando una possibile violazione della concorrenza (cfr. AGCM I675- ABI/modifica unilaterale del contratto, 14 settembre 2006), fino all'intervento chiarificatore del Ministero dello Sviluppo Economico, che con la circolare del 21 febbraio 2007, emanò gli indispensabili chiarimenti sulla norma dell'art. 118 del T.U.B., affermando che il giustificato motivo dovesse essere oggetto di comunicazione al cliente al pari delle altre informazioni veicolate tramite la proposta di modifica del contratto.

⁵³ Il punto è ormai da tempo incontestato e costituisce, dopo i chiarimenti della Circolare del Ministero (v. *supra*, nt. prec.), diritto vivente, essendo altresì ribadito da quasi tutte le decisioni dell'ABF che si occupano della materia.

⁵⁴ Come è noto la prassi immediatamente successiva alla novella del 2006 aveva evidenziato il rispetto meramente formale di tale condizione da parte delle banche che sovente giustificavano le proposte variazioni del contratto, adducendo circostanze assolutamente vaghe, oscure o inconfidenti, quali ad esempio "la generica variazione dei tassi di interesse conseguente decisioni di politica monetaria", o "il mutamento delle condizioni di mercato". Da qui, partendo dalla citata circolare del ministero, si è assistito ad un processo di progressiva specificazione anche in negativo del giustificato motivo, attraverso il quale si è escluso che questo possa consistere in scelte di politica industriale o commerciale del singolo intermediario che propone la modifica, al fine di mantenere inalterato il proprio margine di profitto. Per una rassegna dei principali approdi dell'ABF su tale profilo cfr. A. CENTINI, *Lo ius variandi nelle decisioni dell'arbitro bancario e finanziario*, in *I Contratti*, 2, 2012, 196 ss.; G. OLIVIERI, (nt. 21), 121 ss.

⁵⁵ L'elemento della congruità del giustificato motivo viene "introdotto" espressamente tramite la circolare del Ministero già citata (v. *supra*, nt. 52), che stabiliva che «il cliente deve essere informato circa il giustificato motivo alla base della modifica unilaterale, in maniera sufficientemente precisa e tale da consentire una valutazione circa la congruità della variazione rispetto alla motivazione che ne è alla base». Le decisioni dell'ABF hanno poi valorizzato l'indirizzo del Ministero, stabilendo che il giustificato motivo deve essere verificabile dal cliente, sia in termini di veridicità (ovvero di effettiva sussistenza della circostanza addotta dall'intermediario), sia in termini di proporzionalità rispetto al tipo di modifica proposta. Così, la Banca d'Italia ha precisato che la comunicazione non debba fare riferimento a una pluralità di motivazioni, senza illustrare il legame tra i singoli presupposti delle modifiche e gli interventi su prezzi e condizioni, (cfr. Banca d'Italia, Comunicazione del 28 marzo 2017). Con riguardo al grado di dettaglio della motivazione della modifica, secondo un orientamento dell'ABF, la comunicazione *ex art.* 118 T.U.B. non deve raggiungere un livello di analiticità tale da abbracciare anche il profilo quantitativo, ma può limitarsi ad una indicazione delle ragioni che hanno determinato le modifiche prospettate, purché idonea a consentire al cliente una

La descritta propensione a declinare l'elemento del giustificato motivo in funzione dell'esigenza informativa, "cucendo su misura" la motivazione della modifica unilaterale ad uso e consumo del cliente desta invero qualche perplessità per diverse ragioni.

In primo luogo, sembra che l'inquadramento del giustificato motivo quale veicolo di informazione sovrastimi – e di molto – la capacità di comprensione e reazione del cliente, in funzione dell'attivazione dei possibili rimedi. Se già in passato i dati illustravano chiaramente l'esiguo numero di casi di recesso⁵⁶, non sembra che anche oggi, nonostante tutte le precisazioni sulla formulazione del giustificato motivo, tale tendenza sia stata invertita, probabilmente perché, quando il cliente si attiva in tempo utile⁵⁷, il giudizio sull'opportunità di recedere dal contratto si fonda su ragioni di mera convenienza (se è in grado di tollerare la modifica peggiorativa e se può agevolmente accedere a condizioni più vantaggiose presso altro intermediario) e non sulla correttezza della condotta dell'intermediario, vieppiù se si tiene conto di una singola variazione e non di una serie di variazioni⁵⁸.

Qualora invece si intenda il giustificato motivo e la sua portata informativa in funzione dell'accertamento dell'illegittimo esercizio del *ius variandi*, il cliente (professionale o non) non sembra tipicamente in grado di contestare efficacemente la violazione di tale presupposto nel senso che gli è proprio, cioè dell'insistenza del diritto alla modifica⁵⁹, come dimostra il fatto che normalmente i ri-

verifica in termini di congruità (cfr. ABF, Coll. coord, n. 1891 del 2016). Diversamente, nel senso che la motivazione debba dar conto anche della proporzionalità in senso quantitativo tra il *factum principis* e la modifica proposta, si veda ABF Milano, n. 1705 del 2011 e n. 1719 del 2014.

⁵⁶ Cfr. l'indagine conoscitiva dell'AGCM sui prezzi alla clientela dei servizi bancari (IC/32), avviata in data 18 gennaio 2006, ai sensi dell'art. 12, secondo comma, l. n. 287/1990. La tendenza del cliente a non prestare attenzione alle comunicazioni relative alle modifiche unilaterali dei contratti è diffusissima ed avvertita con una certa preoccupazione anche in altri contesti. Per un interessante approfondimento in relazione alla prassi statunitense cfr. I. AYRES, A. SCHWARTZ, *The No-Reading Problem in Consumer Contract Law*, in *Stanford L. Rev.*, 2014, 66 588 ss.

⁵⁷ V. *supra*, nt. 45.

⁵⁸ Nel senso che difficilmente acquista rilievo per il cliente, nella prospettiva del singolo rapporto, il fatto che la modifica proposta sia o meno sorretta da un'effettiva circostanza sopravvenuta e se tale circostanza giustifichi o meno in concreto l'entità e la misura della variazione, così come proposta dalla banca.

⁵⁹ L'essenza della funzione del giustificato motivo è di rendere la modifica unilaterale del contratto "giusta", in quanto fondata su un fatto sopravvenuto alla conclusione dell'accordo, rispetto al quale la modifica si rende, nella prospettiva macroeconomica, necessaria per la banca [sul punto v. M. BUSSOLETTI, (nt. 49), 23]. Perché sia giusta, tale modifica deve essere strettamente connessa con la sopravvenienza, sia dal punto di vista della pertinenza (a fronte di una variazione dei tassi di mercato non si può aumentare una commissione o un'altra voce di costo), sia in senso quantitativo (un aumento dei tassi di mercato dell'1% non può giustificare una variazione del tasso contrattuale del 2% o superiore). L'accertamento di tali condizioni determina dal punto di vista sostanziale l'integrazione del presupposto del giustificato motivo nel procedimento del *ius variandi*. Ebbene, ad opinione di chi scrive, è assai difficile che il cliente (anche professionale) disponga degli strumenti per

corsi all'ABF vengono impostati facendo valere i profili formali legati alle modalità di redazione della comunicazione.

L'ipotizzato legame tra il giustificato motivo e il cliente mostra quindi qualche crepa – atteso che la funzione informativa che tale presupposto sarebbe chiamato a svolgere resta priva di un reale interlocutore – restando “appigliato”, almeno in punto di controllo, per lo più al profilo formale della redazione della comunicazione, sul quale si incentrano, a ben vedere, la maggior parte delle decisioni dell'ABF.

Tale circostanza sembra invero confermata anche ove si guardi all'impiego che il nostro legislatore fa del giustificato motivo nei vari set normativi che compongono la disciplina del *ius variandi*, che appare, nella supposta prospettiva informativa, tutt'altro che lineare.

Nella scelta del legislatore nazionale del d.l. n. 223/2006, confermata anche con la riforma del 2010⁶⁰, di estendere la necessità del giustificato motivo, già previsto per i contratti con i consumatori (art. 33, quarto comma, c. cons.), a tutti i rapporti bancari e finanziari, si può cogliere l'intento di valorizzare il giustificato motivo come condizione generale di legittimità dell'esercizio del *ius variandi* da parte degli intermediari⁶¹, prescindendo quindi dalla sua efficacia informativa nei confronti delle diverse categorie di clientela, che infatti ricevono sul punto, con

compiere una valutazione consapevole sui profili menzionati, potendo al più, ove ne abbia l'interesse, farsi un'idea più o meno vaga delle ragioni che vengono addotte dalla banca a sostegno della modifica. Per tale motivo, le contestazioni concernenti il giustificato motivo in sede di ricorso arbitrale si concentrano tutte sull'aspetto formale della comunicazione (la chiarezza espositiva, la pertinenza, la prova dell'avvenuta ricezione della comunicazione), di fatto “snatando” tale presupposto. Circostanza già evidenziata da una parte della dottrina, che ha rilevato la tendenza delle banche a modificare le tecniche di redazione delle proposte di modifica unilaterali in funzione delle decisioni dell'ABF, più per compiacere l'Arbitro, che per stimolare una compiuta illustrazione alla clientela del rapporto causa-effetto delle variazioni contrattuali [cfr. F. SARTORI, (nt. 9), 144]. Anzi, si rileva che la proporzionalità in senso quantitativo della modifica, che – salvo sviste della banca nella redazione della comunicazione – costituisce il reale *discrimen* tra il legittimo esercizio del diritto e un suo abuso, costituisce profilo di complessità tale, che non solo è stato comprensibilmente sottratto all'attenzione del cliente (v. *supra* nt. 55) ma che risulta di difficile apprezzamento anche per l'Arbitro considerando i limitati poteri istruttori di cui dispone (sul punto diffusamente v. *infra*, § 6, testo e nt. 118).

⁶⁰ Il d.lgs. n. 141/2010, infatti, pur avendo differenziato la disciplina dei contratti a tempo indeterminato e degli altri contratti di durata in punto di novero delle condizioni suscettibili di variazione, ha confermato che in entrambi i casi è indispensabile la presenza di un giustificato motivo. Appare anche il caso di rilevare che lo stesso d.lgs. n. 141/2010 ha inciso altresì sull'apparato sanzionatorio previsto nel testo unico, prevedendo anche la possibilità della Banca d'Italia di comminare sanzioni amministrative, pecuniarie, correlate alle violazioni degli artt. 118 e 126-*sexies* T.U.B. e contemplando nell'art. 128-*ter* la possibilità per l'organo di vigilanza di applicare misure inibitorie.

⁶¹ In argomento, fra gli altri, P. SIRENA, (nt. 16), 354 ss.; M. BUSSOLETTI, (nt. 49), 13 ss.; F. BRIOLINI, *Osservazioni in tema di modifiche unilaterali nei contratti bancari*, in *Riv. dir. priv.*, 1998, 293 ss.

riguardo ai rapporti a tempo indeterminato, identico trattamento. Tale impressione sembra avvalorata anche dal successivo intervento del 2010, che ha differenziato la disciplina dei rapporti a tempo determinato, nei quali il *ius variandi* può essere pattuito ed esercitato solo per «le clausole non aventi ad oggetto i tassi di interesse», come ad evidenziare che in tali rapporti non potrebbe mai trovare valida giustificazione una modifica del tasso d'interesse.

Invero, solo con l'ultima modifica dell'art. 118 ad opera del d.l. n. 70/2011⁶² il presupposto del giustificato motivo viene “calibrato” in funzione del tipo di clientela, assecondando in qualche misura la prospettiva informativa, laddove al secondo comma *bis* si prevede infine che, per i contratti a tempo determinato con soggetti diversi da consumatori e microimprese, non basta un qualunque giustificato motivo per variare i tassi d'interesse, ma occorre la previa individuazione in contratto di «specifici eventi e condizioni»⁶³.

Anche il confronto con la disciplina speciale sui servizi di pagamento, laddove la variazione – salvo per i contratti con i consumatori⁶⁴ – non è subordinata alla presenza ed alla comunicazione di un giustificato motivo da parte dell'intermediario⁶⁵ – sembra avvalorare l'idea che tale elemento esprima la sua efficacia pro-

⁶² La novella del 2011, così come inizialmente prevista dal d.l. n. 70, prevedeva un'integrale derogabilità dell'art. 118 per i contratti conclusi con la clientela professionale, con l'intento di restituire integralmente all'autonomia privata la disciplina del *ius variandi* nei rapporti con le grandi imprese. La norma, poi entrata in vigore con la legge di conversione del decreto n. 106/2011, ha stravolto il testo originario, limitando la derogabilità dell'art. 118 solo al requisito del giustificato motivo, che deve corrispondere ad eventi e condizioni predeterminati dal contratto [diffusamente sul punto A. MIRONE, *La trasparenza*, (nt. 10), 104 ss. (testo e note)].

⁶³ Peraltro, si osserva che nella prospettiva che valorizza il giustificato motivo come veicolo informativo anche la norma del secondo comma *bis* dell'art. 118 non sembra del tutto lineare, introducendo un rafforzamento del giustificato motivo legittimante la variazione – che deve necessariamente rientrare tra quelli previsti a monte nel contratto – che non trova giustificazione rispetto alla categoria di soggetti cui il precetto è rivolto, atteso che trattandosi di clientela professionale questa sarebbe probabilmente in grado di cogliere le ragioni della variazione a prescindere dalla preventiva specificazione nel contratto.

⁶⁴ Atteso che il disposto dell'art. 33, commi terzo e quarto, è applicabile anche ai servizi di pagamento (art. 126-*sexies*, quarto comma *bis*). Nel senso indicato del testo, si veda anche ABF, Coll. coord., n. 15627 del 2021. Diversamente SPENA, *sub art. 126-*sexies**, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di M. PORZIO, G. BELLÌ, M. LOSAPPIO, G. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, 2011, Milano, Giuffrè, 1116.; e A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. MUCCIARONE, (nt. 11) 74 ss., i quali ritengono altrimenti irrazionale la divergenza di sistema che si determinerebbe con l'art. 118.

⁶⁵ Da tempo la dottrina ha segnalato l'incoerenza di fondo dell'assetto complessivo in materia di *ius variandi* e le difficoltà di coordinamento sistematico tra le diverse regole (artt. 118 e 126-*sexies* T.U.B.) – dato che nei servizi di pagamento «il rischio sistemico indubbiamente più limitato in capo agli intermediari dovrebbe tradursi in una disciplina del *ius variandi* meno garantista per le banche, mentre nell'attuale assetto normativo accade esattamente il contrario» – fornendo quale possibile spiegazione della maggiore rigidità della disciplina dell'art. 118 la considerazione delle più pregnanti esigenze di apertura del mercato che caratterizza il settore dei servizi bancari tradizionali [così, G. OLIVIERI, (nt. 21), 117 (anche in *AGE*, 2011, n. 1, 157 ss.); per tale rilievo cfr. anche A. SCIARRONE

tettiva non tanto quale irrinunciabile veicolo di informazione per il cliente ma più come limite generale per la banca rispetto ad un uso troppo disinvolto delle modifiche unilaterali, attraverso il quale il legislatore sceglie di rafforzare o attenuare, a seconda dei casi, il livello complessivo di protezione della cliente⁶⁶; circostanza quest'ultima che sembrerebbe confermata anche dalla disciplina europea, avuto riguardo, in particolare, al testo della direttiva sui servizi di pagamento (art. 54 dir. 2015/2366/UE, c.d. PSD2), che, in mancanza di qualunque riferimento al giustificato motivo, sembra “sganciare” i rimedi previsti in favore del cliente (recesso e rifiuto) dalla spiegazione delle ragioni che giustificano la modifica contrattuale, così attenuando la supposta funzione informativa di tale elemento.

Concludendo sul punto, pare debba accettarsi l'idea che il giustificato motivo,

ALIBRANDI, G. MUCCIARIONE (nt. 11), 74]. Altri autori, pur cercando di ricomporre tale aporia – considerando che per i servizi di pagamento non si presentano tipicamente né l'esigenza primaria di adeguare i tassi attivi al merito creditizio del cliente, né quella di mantenere in equilibrio nel corso del tempo i costi della raccolta, rispetto ai proventi delle erogazioni di credito – hanno comunque evidenziato che sarebbe stato opportuno mantenere una maggiore uniformità fra le discipline, considerato che l'ambito dei servizi di pagamento si estende anche all'esecuzione di pagamenti «quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata da un utilizzatore di servizi di pagamento» [art. 1, primo comma, lett. b), n. 4), d.lgs. n. 11 del 2010], avvicinandosi, come nel caso del c.d. credito revolving, all'ambito di applicazione dell'art. 118 [cfr., S. PAGLIANTINI, (nt. 28), 97; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *sub art. 126-bis*, in *Testo unico bancario. Commentario*, (nt. 64), 1080; da ultimo si veda anche A. MIRONE, *sub art. 118*, (nt. 10), 1349].

Nonostante l'apprezzabile sforzo degli studiosi di pervenire, anche per via ermeneutica, ad un quadro di disciplina del *ius variandi* coerente sul piano degli interessi, sembra condivisibile il rilievo di una dottrina sull'impossibilità di ricondurre ad *unum* le diverse regole dell'art. 118 e dell'art. 126-*sexies*, considerando il diverso percorso che ha caratterizzato la genesi di tali norme (una interna ed una di matrice comunitaria) e le diverse strategie adottate dai due legislatori, concludendo con riguardo al giustificato motivo nel senso che la mancanza di tale condizione nella disciplina sui servizi di pagamento non può in alcun modo considerarsi una lacuna normativa [v. A. MIRONE, *Sistema*, (nt. 11), 410].

⁶⁶ Nella perdurante difficoltà di appianare le incongruenze che emergono dal coordinamento tra le due norme (artt. 118 e 126-*sexies*), una possibile chiave di lettura potrebbe trovarsi nel valorizzare il ricorso del legislatore al presupposto del giustificato motivo non isolatamente, ma in combinato alle altre condizioni previste in ciascun settore di disciplina, in funzione dell'obiettivo finale di tutela. In tal senso, allora, appare ragionevole che nei servizi di pagamento, a fronte della mancata previsione del giustificato motivo come condizione per l'esercizio del *ius variandi*, sia previsto un contrappeso più forte a favore del cliente (in aggiunta al diritto di recesso senza spese), attraverso il diritto di rifiutare la modifica entro il termine di legge. In altre parole, la diversa disciplina prevista per i servizi di pagamento potrebbe essere il risultato di una diversa strategia di tutela che, in relazione a contratti che sono tendenzialmente rivolti alla massa degli utenti, mira a concedere maggiore libertà agli intermediari – tenuto conto anche della natura delle variazioni che interessano gli strumenti di pagamento, che generalmente non involgono i tassi di interesse – attenuando gli strumenti di tutela preventiva del cliente e rafforzando, di contro, nella ricerca di un livello di protezione comunque apprezzabile, la tutela successiva, attraverso un ulteriore e più pregnante strumento di reazione alla modifica. Tale ragionamento sembra avvalorare l'idea espressa nel testo che ridimensiona la funzione informativa del giustificato motivo, in stretta connessione con il destinatario della comunicazione, in favore della valenza quale limite generale al potere altrimenti arbitrario della banca.

ove permanga limitato a mero strumento di informazione e responsabilizzazione del cliente, non possa da questo punto di vista mantenere le “promesse” aspettative di tutela, difettando ad oggi di un interlocutore credibile, in grado per un verso di valorizzarne l’essenza nel senso sopra evidenziato⁶⁷, per altro verso, di farne valere la *vis* deterrente nella prospettiva macroeconomica o di sistema propria dell’istituto e che il presupposto del giustificato motivo ben riflette⁶⁸.

4. *Il ius variandi di clausole valorizzate a zero nelle decisioni dell’ABF. La “fallacia” di taluni formanti giurisprudenziali.*

Le considerazioni sin qui svolte sulla disciplina del *ius variandi* consentono di chiarire il contesto in cui, con riguardo a tale materia, si inserisce l’attività dell’Arbitro Bancario e Finanziario.

⁶⁷ V. *supra*, questo §, nt. 59.

⁶⁸ Parafrasando un autore secondo cui «se l’offerta di servizi bancari risponde a dinamiche seriali, non solo l’atto costitutivo del rapporto, ma anche quello che in corso d’opera ne modifica i termini deve seguire, per sé, questo tipo di dinamiche» [così A. DOLMETTA, (nt. 8), 19], si potrebbe aggiungere che un’efficace azione di contrasto degli abusi con finalità deterrente non può prescindere da soluzioni che trascendano la dimensione del singolo rapporto e l’iniziativa del singolo cliente, valorizzando la dimensione di sistema del fenomeno anche a livello sanzionatorio. Non v’è dubbio, infatti, che l’iniziativa del singolo cliente che ricorre all’ABF, pur in grado di ripristinare l’equilibrio nel singolo rapporto, non incide in alcun modo sulle prassi dell’istituto in senso deterrente, rendendo in taluni casi per gli intermediari economicamente conveniente la violazione.

Anche guardando al dato comparatistico non stupisce infatti che il giustificato motivo – nelle sue diverse forme – assolva correttamente alla sua funzione di tutela in quegli ordinamenti (UK e USA) in cui, oltre ad adeguati strumenti di *public enforcement*, sono tradizionalmente diffuse le azioni di azione di classe, in grado di realizzare, attraverso il controllo successivo delle corti, un’efficace azione deterrente del fenomeno abusivo. Con riguardo agli Stati Uniti, si veda la giurisprudenza sulla c.d. *unconscionability doctrine*, che, anche in mancanza di una regola espressa che subordina la legittimità della modifica unilaterale alla sussistenza di una motivazione, consente alle corti di sindacare la ragionevolezza della variazione in termini sia di sussistenza del fatto fondante la modifica, sia di congruità del fatto rispetto alla variazione [sul punto cfr. D. HORTON, (nt. 45), 663 ss.; S. I. BECHER, U. BENOLIEL, (nt. 42), 1133 ss.]. Analogamente nel Regno Unito, laddove il giustificato motivo (*valid reason*) è richiesto per tutte le variazioni economiche nei contratti con i consumatori aventi ad oggetto i servizi finanziari (v. part. I, sch. 2, par. 11, del *Consumer Rights Act*) e solo per l’aumento del tasso di interesse nella disciplina sui contratti di finanziamento (cfr. par. 6.7.14 CONC), il c.d. *Fairness and transparency test* (v. *supra*, nt. 42) deve tener conto della correttezza della modifica rispetto alle motivazioni fornite dall’intermediario. In Italia – in mancanza di una diffusa prassi delle azioni di classe [cfr. A. DALMARTELLO, *Azione di classe e ius variandi. Nota a Trib Napoli, Ord. 9 dicembre 2011*, in A. DOLMETTA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, (nt. 2), 229 ss.] – la descritta l’istanza di controllo sul giustificato motivo e sul corretto esercizio del *ius variandi*, nell’indicata prospettiva di deterrenza, potrebbe essere assolta dalla Banca d’Italia, cui già il legislatore ha riconosciuto pregnanti poteri ispettivi (art. 128 T.U.B.), inibitori (art. 128-ter) e a sanzionatori (art. 144) anche rispetto alle violazioni degli artt. 118 e 126-sexies del testo unico, rendendo pertanto auspicabile, anche attraverso un maggiore coordinamento con l’attività dell’ABF, un maggiore livello di intervento in tal senso.

Concepito – come tutti gli ADR – con finalità deflattive del contenzioso ordinario, l'ABF ben si presta per natura e costruzione a raccogliere anche controversie dal valore esiguo, che sarebbe inefficiente proporre dinanzi ai tribunali ma che invece, in relazione al punto di diritto e/o alla manifestazione di prassi imprenditoriali tenute dalle banche italiane, risultano nondimeno importanti⁶⁹.

All'ABF si riconosce quindi un ruolo fondamentale sia nell'attività tipicamente decisoria, consentendo al ricorrente, a costi ridottissimi e con modalità di accesso alla lite semplificate, di addivenire in tempi piuttosto brevi ad una soluzione della controversia quasi sempre definitiva⁷⁰, sia indirettamente nel realizzare una forma di “vigilanza dal basso”, facendo emergere, grazie alle segnalazioni degli utenti, eventuali condotte scorrette delle imprese bancarie⁷¹.

Il successo dell'esperienza dell'ABF nel nostro ordinamento è dovuto non soltanto alla fiducia che gli utenti ripongono in tale strumento, testimoniata negli an-

⁶⁹ Per questo rilievo comune e per altri approfondimenti si veda, tra i tanti, A. DOLMETTA, (nt. 8) 3 ss.; GUIZZI, *Chi ha paura dell'ABF?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 665 ss.; B. DE CAROLIS, *L'Arbitro bancario e finanziario come strumento di tutela della trasparenza*, in *Quaderni di ricerca Giuridica di Banca d'Italia*, giugno 2011, n. 70; P. SIRENA, *Il ruolo dell'Arbitro bancario e finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, in questa *Rivista*, 2017, 3 ss.

⁷⁰ Sebbene all'attività dell'ABF non si riconosca natura propriamente giurisdizionale [cfr. Corte Cost. 21 luglio 2011, n. 218 (ord.), in *Corr. giur.*, 2011, 1652 ss., con nota di C. CONSOLO, M. STELLA], e «ferma la facoltà per entrambe le parti di ricorrere all'autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi», le decisioni dell'ABF risultano quasi sempre definitive, sia in ragione dell'ottemperanza delle banche (che supera il 90%), sia perché, in caso di soccombenza del cliente, l'adizione da parte di quest'ultimo dell'autorità giudiziaria risulta un'opzione poco pratica (per i tempi del giudizio) e poco conveniente, in relazione al rapporto costi-benefici.

⁷¹ Tale espressione è utilizzata da un autore (R. NATOLI, *Il diritto privato regolatorio*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, I, 144), il quale riconduce i sistemi di ADR nell'alveo degli strumenti tipici del “diritto privato regolatorio”, che si esprime nella tendenza ad affidare la disciplina delle attività economiche ad organismi indipendenti e altamente specializzati, che attraverso l'attività di risoluzione delle controversie producono di fatto regole in grado di conformare le prassi dei mercati (c.d. *regulation by litigation*). L'ABF realizza inoltre un modello c.d. *bottom-up* di vigilanza bancaria, nel quale è il cliente che, allegando il fatto che la banca abbia violato un suo diritto, prende l'iniziativa di sollecitare l'eventuale avvio del procedimento sanzionatorio da parte dell'Autorità di vigilanza. Sul punto si veda P. SIRENA, (nt. 69), 12; F. MOLLO, *Gli orientamenti dell'arbitro bancario e finanziario tra complementarietà e alternatività di tutela*, in *Contr. impr.*, 2019, 4, 1328; E. M. LOMBARDI, *Il rapporto intercorrente tra Banca d'Italia e ABF: una rinnovata “teoria dei due soli”*, in *Arbitro bancario e finanziario*, a cura di G. CONTE, Milano, Giuffrè, 2021, 18 ss. Per un approfondimento generale sulla diffusione di tale modello di vigilanza nei principali ordinamenti europei v. D. LECZYKIEWICZ, S. WEATHERHILL, *The Images of the Consumer in EU Law: Legislation, Free Movement and Competition Law*, in *Oxford legal studies*, Research paper 9/2016). Per un'analisi sui confini del diritto privato regolatorio, si veda invece, tra molti, G. ALPA, *I poteri regolamentari delle autorità indipendenti e la disciplina dei contratti*, in *Istituzioni Mercato e Democrazia. Liber amicorum per gli ottanta anni di Alberto Predieri*, a cura di S. AMOROSINO, G. MORBIDELLI, M. MORISI, Torino, Giappichelli, 2002, 11 ss.

ni dal costante e progressivo aumento dei ricorsi, ma anche all'elevato tasso di adesione "spontanea" degli intermediari alle decisioni dei collegi⁷², che si fonda sul collegamento che l'attività decisionale dell'ABF esprime con le funzioni di vigilanza, che la Banca d'Italia è chiamata ad esercitare – oltre che sulla sana e prudente gestione delle banche – anche sulla «trasparenza delle condizioni contrattuali e sulla correttezza dei rapporti con la clientela» (art. 127, primo comma, T.U.B.). Anzi, si può affermare che la seconda circostanza sia foriera della prima, atteso che è la generale aspettativa sull'ottemperanza della decisione da parte dell'intermediario che spinge la clientela a ricorrere all'Arbitro, diversamente tornando preferibili le opzioni ordinarie di tutela giurisdizionale⁷³.

⁷² L'adesione alle decisioni dell'ABF può effettivamente considerarsi spontanea – alla luce dell'approdo che ha negato natura giurisdizionale all'attività dell'Arbitro (v. *supra*, nt. 70) e considerando che le decisioni dell'ABF non sono assistite neppure dalla vincolatività negoziale che caratterizza il lodo di un arbitro irrituale o la determinazione di un arbitratore (G. CARRIERO, *Giustizia senza giurisdizione: l'arbitro bancario finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, p. 161 ss.) – tenuto conto altresì della scarsa efficacia deterrente che esercita la sanzione, prevista in caso di inottemperanza, della pubblicazione dell'inadempimento sul sito dell'Arbitro (cfr. art. 4 delle *Disposizione sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari*). Tra gli studiosi che hanno indagato le ragioni dell'effettività delle decisioni dell'ABF la tesi prevalente – qui condivisa – la riconduce alla posizione di soggezione degli intermediari ai poteri di vigilanza prudenziale da parte della Banca d'Italia, che costituisce un incentivo all'ottemperanza delle decisioni rese in coerenza con le finalità e gli obiettivi della regolazione, al fine altresì di evitare, in caso contrario, il moltiplicarsi dei ricorsi subiti dalle banche sulle questioni trattate dall'Arbitro e non osservate [sul punto si veda F. SARTORI, *Sulla portabilità dei servizi di pagamento: ambito oggettivo di applicazione e penali di legge*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 697; R. NATOLI, (nt. prec.), 144; P. SIRENA, (nt. 69), 13]. Diversamente, nel senso che l'elevato grado di effettività delle decisioni dell'ABF sarebbe dovuto all'autorevolezza dei suoi componenti cfr. M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari (in Italia e in Europa)*, Padova, Cedam, 2016, 122. Non convince neppure la tesi per cui le decisioni ABF esprimerebbero una valutazione prognostica e neutrale sul verosimile esito di un eventuale processo civile che non tiene conto né delle significative differenze insistenti tra il giudizio dell'ABF e quello ordinario, che potrebbero incidere sulla decisione finale, né del collegamento strutturale e funzionale tra l'ABF e l'Autorità di vigilanza (cfr. C. CONSOLO, M. STELLA, *L'«arbitro bancario finanziario» e la sua «giurisprudenza precognitrice»*, in *Società*, 2013, 185 ss.). Va tuttavia precisato che "a monte" l'adesione all'ABF come "sistema" è tutt'altro che spontanea, essendo anzi prevista come condizione per l'esercizio dell'attività bancaria da parte degli intermediari, sottoposta al controllo della Banca d'Italia, ed assistita, in caso di violazione, dalla sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 144, quarto comma del testo unico (cfr. sezione II, *Disposizione sui sistemi*, cit., *supra*).

⁷³ Circostanza che, oltre ad apparire piuttosto logica, viene confermata da ultimo proprio dall'ABF, laddove nella relazione annuale sulla attività svolta, ha rilevato che la complicazione del quadro normativo in materia di finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio – legato alla nota sentenza *Lexitor* della Corte di Giustizia europea ed ai suoi riflessi applicativi – unitamente all'elevato tasso di inottemperanza degli intermediari che si registra nelle relative controversie, ha determinato un significativo decremento del numero di ricorsi concernenti le condizioni di rimborso in caso di estinzione anticipata del contratto (si veda *Relazione sull'attività dell'Arbitro bancario e finanziari*, 2022, 7, reperibile sul sito dell'ABF).

Muovendo da tale premessa, non sorprende che le decisioni dell'ABF acquisiscano nel panorama attuale una spiccata valenza “regolatoria”, poiché, risolvendo specifiche controversie tra le banche e i loro clienti, costituiscono una fonte di cognizione delle *best practices* di settore e indicano i requisiti di *compliance* che sono rilevanti anche dal punto di vista della vigilanza. Gli intermediari guardano, quindi, con significativo interesse alle decisioni dell'Arbitro, che pur se giuridicamente non vincolanti, costituiscono una sorta di “bussola” rispetto alla quale orientare prassi, modelli contrattuali, ed assetti operativi⁷⁴, al punto che nel campo della trasparenza dei contratti bancari e finanziari l'ABF viene considerato come un “formante” settoriale del diritto⁷⁵.

Ebbene, pur potendosi esprimere una valutazione più che positiva dell'attività dell'ABF, la rilevanza del ruolo che tale organismo ha assunto nel sistema, richiede, proprio a garanzia dell'effettività della tutela, una notevole attenzione ai meccanismi interni che regolano tale formante.

La materia delle modifiche unilaterali del contratto ben riflette le caratteristiche del contesto appena descritto, sia con riguardo all'effetto conformativo delle decisioni dell'Arbitro, che risulta destinatario sostanzialmente esclusivo delle relative controversie⁷⁶, sia con riguardo all'esigenza di verifica dei meccanismi di formazione degli indirizzi dei Collegi.

Di recente il Collegio di coordinamento⁷⁷ si è pronunciato sulla questione delle legittimità dell'esercizio del *ius variandi* su clausole contrattuali “valorizzate a

⁷⁴ Si tratta invero di un rilievo condiviso in dottrina. Da ultimo si veda U. MORERA, *Il costo “zero”, lo ius variandi e l'arbitro bancario e finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 25. In argomento si veda anche E. MINERVINI, *Il successo dell'Arbitro Bancario e Finanziario*, in *Contratti bancari*, (nt. 10), 1019 ss.

⁷⁵ Così F. SARTORI, (nt. 72), 696 s.; ancor prima con una certa lungimiranza C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo irriducibile a quello dell'arbitro del nuovo ABF, “scrutatore” di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, in *Corr. giur.*, 2011, 1652 ss. La qualificazione della giurisprudenza ABF come un “formante” del diritto bancario deriva dall'accettazione dell'idea che nella dimensione multilivello del sistema delle fonti europee il momento dell'effettiva attuazione delle direttive e delle regole di sistema nei confronti degli utenti sia di competenza delle autorità indipendenti e specializzate.

⁷⁶ A differenza di altre materie in cui l'ABF di fatto condivide la competenza decisoria con i giudici ordinari (ad es. in tema di usura, di anatocismo o di segnalazioni in centrale rischi) – che quindi mantengono una posizione rilevante nella formazione dei relativi indirizzi giurisprudenziali – nel caso del *ius variandi*, sia per il valore solitamente esiguo della singola controversia, sia per l'esigenza di celerità del giudizio che è propria di tale materia, è rarissimo che i Tribunali vengano investiti delle relative questioni, lasciando così l'Arbitro quale unico “giudice”. Circostanza, peraltro, che si ravvisava anche in passato, ben prima dell'introduzione dell'ABF, in costanza della vecchia disciplina in tema di *ius variandi* [cfr. A. MAISANO, (nt. 4), 180].

⁷⁷ ABF Coll. Coord., 3 luglio 2023, n. 6781, nella quale viene enunciato il seguente principio di diritto: «Ai fini della valutazione della legittimità della modifica unilaterale, per come declinata dall'art. 118 TUB, occorre tener conto del concreto assetto di interessi che le parti hanno voluto fissare nello specifico regolamento contrattuale. Pertanto, ove la valorizzazione a zero di un costo sia

zero”, ritenendo che tali modifiche, poiché rendono di fatto oneroso una prestazione inizialmente prevista come gratuita, siano da considerarsi alla stregua dell’introduzione di clausole nuove nel contratto, e come tali vietate, secondo quanto previsto dalle Disposizioni sulla trasparenza emanate della Banca d’Italia⁷⁸. Il caso da cui origina la pronuncia riguardava in particolare la modifica unilaterale della clausola relativa al canone annuo di un contratto di conto corrente bancario inizialmente indicizzato a zero e successivamente aumentato ad un valore positivo. La decisione del Collegio di coordinamento si fonda in sostanza sui seguenti argomenti tra loro collegati nel corpo della motivazione: i) un’interpretazione ampia del divieto di introduzione di “condizione nuove” che si estende appunto alla modifica di clausole valorizzate a zero, ancorché già previste espressamente dall’originario accordo; ii) la natura dell’offerta iniziale che consentiva al cliente di scegliere tra un’opzione contrattuale “gratuita”, in quanto priva del servizio di assistenza in filiale, e un’opzione onerosa che consentiva, a fronte del pagamento di un canone annuo, di fruire dei servizi bancari sia “fisici” (in filiale) sia digitali; iii) l’alterazione dell’originario quadro economico convenuto dalle parti, realizzata per via della suddetta modifica che trasformava il servizio di gestione del conto da gratuito ad oneroso, ledendo l’affidamento del cliente.

Prima di entrare nel merito delle motivazioni fornite dal Collegio di coordinamento, appare opportuno soffermarsi sul percorso che ha portato a tale approdo.

La decisione in parola origina dal contrasto formatosi tra i collegi territoriali, a fronte del quale il collegio di Milano ritiene opportuno rimettere la questione al Collegio di coordinamento, invocandone la funzione uniformatrice e indirizzatrice⁷⁹.

indicativa di un servizio non fornito dall’intermediario, la relativa modifica unilaterale ex art. 118 TUB equivale all’inserimento di una nuova clausola originariamente non prevista dal contratto. Quest’ultima, in quanto tale, è illegittima».

⁷⁸ Tale precisazione sull’estensione oggettiva del potere di modifica unilaterale è stata fornita in prima istanza dal Ministero dello Sviluppo Economico, nella circolare del 21 febbraio 2007, n. 5574, chiamato a risolvere l’ambiguità della formulazione iniziale dell’art. 118, che faceva riferimento alla modificabilità delle «altre condizioni di contratto». Nella suddetta Circolare è stato così stabilito che «*le modifiche disciplinate dal nuovo articolo 118 Tub, riguardando soltanto le fattispecie di variazioni previste dal contratto, non possono comportare l’introduzione di clausole ex novo*». Tale indirizzo è stato poi recepito dalla Banca d’Italia nelle proprie *Disposizioni sulla Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, del 29 luglio 2009, (sez. IV, par. II). La versione attuale dell’art. 118 introdotta con il d.lgs. n. 141/2010 ha recepito tali indicazioni, sostituendo l’espressione «altre condizioni di contratto» con quella più esplicitiva «altre condizioni previste dal contratto», che rafforza l’idea che la modifica debba riguardare clausole già esistenti nell’iniziale accordo e non possa consistere nell’inserimento di previsioni del tutto nuove [sul punto per tutti A. DOLMETTA, (nt. 8), 14 ss.]. Più di recente indirizzo è stato recepito e confermato anche dall’ABF nella decisione del Collegio di coordinamento, 12 dicembre 2018, n. 26498.

⁷⁹ Cfr. per l’ordinanza di rimessione ABF Milano, 6 aprile 2023. Il Collegio di coordinamento interviene infatti o su questioni di particolare importanza o che – come nel caso che ci riguarda – possano dar luogo ad orientamenti non uniformi tra i singoli collegi. Sul punto, riconoscendo al collegio di Coordinamento vera e propria funzione nomofilattica, cfr. F. SARTORI (nt. 72), 696; v. anche

Secondo un primo orientamento, prevalente tra i collegi territoriali, la modifica unilaterale di clausole a zero non sarebbe consentita, poiché «menzionare una commissione avvalorandola a costo zero almeno equivale a non imporre oneri di quel genere»⁸⁰. A questo orientamento, formatosi qualche anno addietro, aderiscono un gruppo di pronunce piuttosto recenti, che, come ben evidenziato nell'ordinanza di rimessione, pur affrontando la medesima fattispecie modificativa (incremento di clausole previste a zero), si caratterizzano per il fatto che il contratto era stato pubblicizzato come “*gratuito per sempre*”, sicché – nella prospettazione di parte ricorrente – la modifica avrebbe violato la promessa fatta in sede di promozione del servizio⁸¹.

In posizione opposta, l'orientamento minoritario⁸² riconosce nella clausola, ancorché valorizzata a zero, una condizione economica a tutti gli effetti, per cui il relativo aumento da zero a un qualsivoglia valore positivo non costituisce l'introduzione di un nuovo costo contrattuale, ma una modifica di una pattuizione già esistente, legittimamente realizzata ai sensi dell'art. 118 del testo unico.

Ebbene, nel provvedimento del Collegio di coordinamento dalla lettura del corpo motivazionale emerge piuttosto nitidamente che la soluzione fornita si fonda sull'adesione all'orientamento maggioritario, che viene fatto proprio dal Collegio, attraverso la conferma dei medesimi passaggi motivazionali e richiamando altresì una propria precedente pronuncia, resa su profili in parte diversi rispetto a quello riguardato⁸³. Tale processo di formazione della decisione induce a spostare

U. MORERA, (nt. 74), 25. In proposito si vedano anche le *Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari*, sez. III, par. 5, che stabiliscono che «Qualora i singoli Collegi intendano discostarsi da una decisione presa dal Collegio di coordinamento, essi esplicitano nella motivazione della decisione le ragioni per le quali ritengono che le specificità del caso concreto rendono necessaria una soluzione diversa da quella a suo tempo adottata dal Collegio di coordinamento».

⁸⁰ Cfr. ABF Milano, nn. 2670/2018 e 12448/2020; 12453/2020; ABF Roma, n. 15128/2020; ABF Napoli, n. 5299/2021.

⁸¹ Cfr. ABF Bari, n. 6519/2022; ABF Bologna, n. 7495/2022, n. 262/2023 e n. 527/2023; ABF Torino, n. 16019/2022. In tali decisioni si conviene sull'interpretazione estensiva del concetto di “nuova condizione contrattuale”, ritenendo una clausola non preesistente «sia quando essa non è materialmente scritta nel regolamento contrattuale, sia quando, pur menzionata nel contratto, sia inizialmente indicata a “zero” dall'intermediario». In ABF Napoli, n. 16575/2022 si valorizza altresì il senso del valore zero di un costo che «indica e rappresenta che ciò a cui la cifra viene nel concreto riferita, è una attività, ovvero un servizio di ordine gratuito, non già oneroso e quindi non può essere dubbio che l'adozione – in corso di contratto – di un valore positivo a fronte dello svolgimento di un'attività o di un servizio, che in precedenza era valorizzato a zero, comporti il transito da un'attività o servizio di natura gratuita a un'attività o servizio di natura per contro onerosa».

⁸² Cfr. ABF Milano, n. 11292/2021; ABF Bologna, n. 14220, 2019; ABF Napoli, n. 15737/2020 e n. 2052/2022. Da ultimo si veda anche ABF Palermo, nn. 191, 194 e 203 del 2023.

⁸³ Si legge nella decisione del Collegio di Coordinamento che «va data continuità al principio di questo Collegio (n. 26498/2018) per cui “*pare corretto ritenere che non sia una semplice modifica l'introduzione ex novo di un onere, un obbligo, una controprestazione o qualsivoglia altro*”».

l'attenzione sulle decisioni dei collegi territoriali da cui tale approdo indirettamente trae legittimazione.

Ebbene, dall'analisi della giurisprudenza ABF emerge che la modifica *in peius* di costi del contratto inizialmente previsti a zero non è prassi recentissima delle banche, atteso che, come si accennava, di essa vi è traccia in alcune decisioni di qualche anno fa riguardanti anche fattispecie profondamente diverse⁸⁴ da quella da cui è originata la decisione del Collegio di coordinamento. In questo primo filone di decisioni⁸⁵ si può notare che, pure a fronte dell'incremento di uno o più

termine o condizione (economica o normativa) nel contratto che non sia già previsto nell'assetto originario determinato dalle parti [...perché] tali variazioni si traducono nell'aggiunta di nuovi costi, in quanto non si pongono come mera modifica di oneri già previsti nel contratto e realizzo, così, un'alterazione del sinallagma negoziale in senso sfavorevole al cliente». In effetti, la decisione citata dal Collegio di coordinamento riguardava direttamente l'elemento del giustificato motivo in relazione alle sopravvenienze normative e, nello specifico, l'obbligo gravante sulle banche di contribuzione al Fondo di Risoluzione Unico di cui alla direttiva europea 50/2014. Tuttavia, sebbene in motivazione non venissero lesinati approfondimenti generali anche su altri elementi della disciplina del *ius variandi*, da tale decisione non possono ricavarsi indicazioni decisive rispetto alla questione in esame, atteso che nel passaggio richiamato si ribadisce che non può considerarsi modifica del contratto l'introduzione diretta o indiretta di nuove condizioni, oneri o termini che non siano già previsti dall'originario testo contrattuale, senza tuttavia approfondire cosa debba in ultima analisi considerarsi "nuovo" e cosa no, che costituisce ai nostri fini il cuore del problema.

⁸⁴ Si veda ABF Milano, n. 2670/2018, relativa alla modifica unilaterale della commissione di massimo scoperto, intervenuta in un contratto di apertura di credito. Tale clausola veniva sostituita, in seguito alla nota sopravvenienza normativa del d.l. n. 185/2009, art. 2-bis, terzo comma, da una commissione di disponibilità fondi tramite lo strumento della modifica unilaterale ed aumentata ad un valore di segno positivo. Invero, tale questione, non acquista significativo rilievo ai nostri fini, sebbene la stessa abbia per un certo periodo impegnato i collegi – non senza disparità di vedute – nell'accertare in concreto se, dietro la legittima sostituzione della clausola di massimo scoperto, non si celasse l'inserimento di nuovi costi seppur nominalmente occultati [per una ricostruzione della vicenda si veda A. CENTINI, (nt. 54), 185 ss.; S. PAGLIANTINI, (nt. 28), 192 ss.; per un approfondimento generale sulle c.m.s., si veda invece A. DOLMETTA, *Alcuni temi recenti sulla «commissione di massimo scoperto»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 167 ss.; A. MIRONE, *L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di massimo scoperto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 593 ss.].

⁸⁵ Cfr., con riguardo ad un contratto di apertura di credito, la già citata ABF Milano, n. 2670/2018; con riguardo invece all'aumento dei costi di gestione del contratto di conto corrente bancario si veda ABF Milano, n. 12448/2020 e n. 12453/2020; ABF Napoli, n. 5299/2021 e n. 15737/2020. In tutte queste decisioni l'accoglimento del ricorso viene motivato in base all'indicazione del giustificato motivo, ora perché formulato con espressioni generiche come "novità legislative e crisi finanziaria", ora perché incongruo nel non specificare il rapporto tra il fatto sopravvenuto e la proposta modifica. Si potrebbe pensare che nei casi citati il Collegio, a fronte delle violazioni macroscopiche relative all'indicazione del giustificato motivo, sia "andato sul "sicuro", evitando di avventurarsi nella spinosa questione della modifica della clausola a zero. Tale ipotesi, tuttavia, è smentita da alcune decisioni di segno opposto, sempre relative a casi di modifica *in peius* di clausole a zero, laddove, a fronte della corretta formulazione del giustificato motivo, il ricorso viene rigettato, senza nulla rilavare con riguardo al fatto che la modifica del costo

costi del servizio da zero a valori positivi, il provvedimento di accoglimento dell'Arbitro si fonda quasi sempre sul corretto adempimento della condizione del giustificato motivo, talvolta formulato in modo vago, talvolta giudicato non congruo rispetto alla modifica apportata. In altre parole, la soluzione di tali controversie verte sul presupposto fondamentale (v. § precedente) del giustificato motivo, valorizzando, anche a fronte della sopravvenuta onerosità di una prestazione inizialmente prevista come gratuita, un profilo assai diverso dall'ambito oggettivo di estensione del potere di modifica unilaterale, cui i Collegi, al più, si limitano ad accennare con meri *obiter dictum*⁸⁶.

Tale circostanza appare significativa, ove si osservi che qualche anno dopo la questione del *ius variandi* di clausole a zero viene nuovamente sottoposta all'ABF, in relazione al canone di conti corrente bancari promossi dall'intermediario come "gratuiti per sempre" (circostanza peraltro enfatizzata tanto in fatto dal ricorrente, quanto in diritto nelle decisioni in relazione all'affidamento "tradito" del cliente); e in tali occasioni l'Arbitro sembra far uso degli stessi spunti argomentativi forniti in precedenza dai collegi nella forma di affermazioni incidentali, elevandoli stavolta a punti fondanti la soluzione di accoglimento⁸⁷.

Si ha quindi la sensazione che sia stata proprio la circostanza – tanto deprecabile quanto fuorviante – della pubblicità probabilmente ingannevole sulle condizioni del contratto⁸⁸ a risvegliare l'interesse dell'Arbitro sulla questione della

del canone annuo da zero ad un valore positivo potesse integrare una nuova clausola (cfr. ABF Napoli, n. 13027/2020; ABF Torino, n. 945/2020).

⁸⁶ Nella già citata decisione ABF Milano, n. 2670/2018 (v. *supra*, nt. prec.) – risolta come detto sulla base della incongruità e della non specificità del giustificato motivo – la questione della clausole a zero – a quanto è dato sapere – fa la sua prima apparizione in un *obiter dictum* in cui si legge che «Ora è vero che nel contratto de quo viene menzionata la CMS, ma non è chi non veda come menzionare una commissione avvalorandola a costo zero almeno equivalga a non menzionarla affatto, ove non sia addirittura espressione di un preciso impegno contrattuale a non imporre oneri di quel genere». Lo stesso avviene nella decisione ABF Milano, n. 12448/2020, in cui il Collegio accoglie il ricorso rilevando che «gli eventuali costi a carico dell'intermediario generati dalle predette voci di spesa, non sono però in alcun modo correlati alla variazione apportata unilateralmente mediante l'inserimento della voce di costo del canone del conto corrente», salvo successivamente precisare, in un passaggio a margine della decisione, che «secondo il Ministero dello sviluppo economico, le modifiche unilaterali di cui all'art. 118 del T.U.B. non possono comportare l'introduzione di clausole nuove (cfr. la nota del 21 febbraio 2007 del Ministero dello sviluppo economico); tale pare proprio essere l'introduzione del costo del canone del conto corrente che si risolve nell'inserimento di una nova voce di spesa non concordata e non prevista originariamente tra le parti». Lo stesso avviene anche in ABF Milano, n. 12452/2020.

⁸⁷ Cfr. ABF Bari, n. 6519/2022; ABF Bologna, nn. 262/2023, 7495/2022 e 527/2023; ABF Torino, n. 16019/2022; ABF Milano, n. 4882/2022. Il collegamento tra queste decisioni e il primo gruppo si esprime invero sia in senso formale, alla luce del richiamo espresso contenuto nel testo della decisione (cfr. ABF Milano, n. 4882/2022 che cita l'orientamento espresso in ABF Milano, n. 12453/2020), sia in senso sostanziale nel ricorso agli stessi argomenti a sostegno della soluzione fornita.

⁸⁸ Tale sensazione si fonda sulla circostanza che in un primo momento la questione delle modifiche a zero passava quasi inosservata nelle pronunce dell'Arbitro sia di accoglimento, sia di

modifica delle clausole a zero, e, per altro verso, che in questo più recente filone di decisioni i Collegi, in ossequio ad un atteggiamento ultra protettivo nei confronti della clientela⁸⁹, abbiano accolto i ricorsi con motivazioni che – si anticipa – appaiono poco convincenti, trovando utile “sponda” nelle precedenti per quanto incidentali statuizioni.

Per tali ragioni, una volta sottoposta la questione al Collegio di coordinamento, sarebbe forse stato preferibile, anche in ragione dell’effetto conformativo tipico di tali decisioni, un maggiore approfondimento di quegli argomenti su cui si fonda la soluzione rassegnata dal Collegio, che invece, al netto di taluni passaggi esplicativi, si sono trasformati da meri *obiter dictum* a principio di diritto, ponendo, limitatamente alla questione in oggetto e a prescindere dalla correttezza nel merito, qualche dubbio sulla solidità di tale “formante”.

5. Ancora sulle modifiche unilaterali delle clausole valorizzate a zero. “Essere o non essere”: è questo il problema?

A questo punto non resta che affrontare nel merito la questione che, sia per i connessi profili giuridici, che per l’attualità dei risvolti pratici, suscita in effetti vivo interesse.

Dalla decisione del Collegio di coordinamento si ricava che la soluzione contraria alla modifica di clausole a zero si fonda sulla suddetta interpretazione estensiva del requisito della novità della previsione contrattuale e sul mutamento della

rigetto, e sembra confermata altresì dall’enfasi con cui il decidente talvolta si riferisce a tale profilo. In effetti, in alcune decisioni viene accertata la circostanza del ricorso dell’intermediario a forme di pubblicità fuorvianti per la promozione del prodotto, che recitavano “gratuito per sempre”; circostanza confermata dal procedimento avviato dell’AGCM che ha portato all’eliminazione di detti annunci dal sito dell’intermediario senza sanzioni (cfr. AGCM, 12 luglio 2022 n. 30329). Tale aspetto, che non dovrebbe acquisire rilevanza diretta rispetto all’accertamento del corretto esercizio del *ius variandi*, contribuisce nondimeno a destare l’attenzione dell’Arbitro sulla modifica delle clausole a zero, atteso che anche in sede di proposizione del ricorso la contestazione si riferisce proprio alla incongruità della modifica, non più rispetto al giustificato motivo, bensì rispetto agli annunci promozionali.

⁸⁹ Atteggiamento che, se esasperato, potrebbe portare ad un’errata percezione dell’ABF, più come “approdo consolatorio” dei clienti insoddisfatti dalle prestazioni degli intermediari, che come strumento di imparziale risoluzione delle controversie in materia bancaria [in tal senso si veda anche U. MORERA, (nt. 74), 25]. Si tratta di un aspetto delicato, sul quale è lo stesso collegio di Milano nell’ordinanza di rimessione a sollevare l’attenzione: «limitarsi ad affermare che valorizzare a “zero” una condizione contrattuale equivale a non scrivere tale clausola nel regolamento (con conseguente impossibilità per l’intermediario di procedere unilateralmente alla modifica del parametro contrattuale), implica un eccesso di protezione della clientela, che pare mal conciliarsi con le altre tutele espressamente previste dall’ordinamento» (così ABF Milano, ord. 6 aprile 2023).

natura della prestazione che, per effetto della modifica unilaterale, da gratuita diventa onerosa.

Anzi, la decisione sembra mettere in collegamento tali circostanze, atteso che la variazione da gratuito ad oneroso, determinando una “*complessiva alterazione dell’originario quadro economico convenuto dalle parti*”, giustifica un’applicazione estensiva del divieto di valersi del potere unilaterale di modifica del contratto per introdurre surrettiziamente clausole nuove.

Ebbene, tale ragionamento mette in relazione due chiavi di lettura del problema che invece sembra preferibile tenere distinte. Invero, la questione della legittimità della modifica peggiorativa delle condizioni economiche valorizzate a zero può essere analizzata o attraverso un criterio che potremmo definire funzionale, legato alla natura della prestazione, secondo il binomio titolo oneroso/titolo gratuito, o facendo ricorso al criterio strutturale, che, guardando al contenuto del contratto, distingue l’introduzione di condizioni nuove dalla modifica di clausole già esistenti.

Facendo ricorso al criterio funzionale, si attribuisce rilevanza decisiva al suddetto passaggio della prestazione dedotta nella clausola da gratuita ad onerosa, sia perché la commissione valorizzata a zero non inciderebbe sull’iniziale equilibrio sinallagmatico frutto dell’accordo delle parti⁹⁰, sia perché l’incremento di un costo in origine previsto a zero connoterebbe la condotta della banca di un particolare disvalore rispetto all’affidamento riposto dal cliente sulla gratuita del servizio⁹¹.

La prima affermazione, invero, scaturisce da un’interpretazione del contratto e dell’offerta poco convincente, che consiste nel ritenere una determinata clausola contrattuale *tamquam non esset*, sol perché il valore della prestazione in essa dedotta sia indicato a zero, definendola appunto emblematicamente una “*non commissione*”⁹². In proposito, si osserva che – al di là di ogni opportuna preci-

⁹⁰ Così si legge in ABF Bologna, n. 536/2023 «l’aggiustamento del sinallagma contrattuale nel corso del rapporto deve avere ad oggetto le stesse variabili che hanno concorso a formare l’equilibrio iniziale; a questi fini, una commissione pari a zero è una “non commissione” nel senso che essa non incide sull’equilibrio originario e un suo innalzamento in campo positivo equivale in realtà a una nuova commissione» In senso conforme si vedano le altre decisioni già citate e richiamate anche dal Collegio di coordinamento: ABF Bari, n. 6519/2022; ABF Bologna, nn. 7495/2022, 262/2023; 527/2023; ABF Torino, n. 16019/2022.

⁹¹ Come si evince da un passaggio della decisione del Collegio di coordinamento in cui si afferma che: «deve apprezzarsi la differenza, anche per legittimi profili di affidamento, tra il rendere oneroso un servizio prima gratuito (la gestione informatica del conto) e maggiorare l’onere di un servizio già oneroso (la gestione presso la filiale e l’intervento di personale della banca)».

⁹² Ragionamento, che suscita qualche perplessità, ma che appare nondimeno avallato non solo dai collegi territoriali, nelle decisioni in cui negano ogni incidenza della clausola valorizzata a zero sull’originario sinallagma contrattuale (v. nt. 90), ma anche dallo stesso Collegio di coordinamento, laddove nell’enunciazione del principio di diritto in calce alla decisione si legge: «ove la valorizzazione a zero di un costo sia indicativa di un servizio non fornito dall’intermediario

sazione sulla valenza dell'indicazione zero quale espressione positiva di un valore o di una misura e non quale sinonimo di inesistenza, del “non essere”⁹³ – ritenere una commissione indicizzata a zero una “non commissione” evidenzia l'erronea prospettiva di considerare la relativa clausola solo dal punto di vista della prestazione del cliente che sarebbe tenuto a pagare – o, nel caso di valorizzazione a zero, a non pagare – il corrispettivo, senza invece dare rilievo al contenuto del servizio dedotto nella clausola, che integra appunto la prestazione della banca.

(enfasi aggiunte), la relativa modifica unilaterale *ex art. 118 T.U.B.* equivale all'inserimento di una nuova clausola originariamente non prevista dal contratto. Quest'ultima, in quanto tale, è illegittima». Non convince in effetti l'interpretazione che, nel caso all'attenzione del Collegio, viene fornita delle caratteristiche dell'offerta contrattuale, che nondimeno sono risultate – si legge testualmente – “dirimenti” ai fini della decisione. Dalla ricostruzione del fatto si evince che al cliente erano state offerte due opzioni di conto corrente bancario, una “*senza assistenza in filiale*”, a costo zero, che consentiva di operare gratuitamente tramite i canali digitali della banca, prevedendo il pagamento delle sole operazioni effettuate in filiale; l'altra “*con assistenza in filiale*”, che, a fronte di un corrispettivo periodico (canone), permetteva al cliente di disporre un numero illimitato di operazioni gratuite tramite tutti i canali della Banca, sia online che fisici. Tale prospettazione sembra abbia fuorviato il decidente che, con riguardo all'opzione “a zero” scelta dal cliente, ha ricollegato la mancanza di un corrispettivo all'assenza di una controprestazione da parte dell'intermediario (si veda il passaggio a pagina 10 del provvedimento del Collegio di Coordinamento). Tale valutazione appare poco convincente, atteso che ciò che differenzia le due opzioni sono le diverse prestazioni dedotte, che in un caso comprendono, a fronte di un corrispettivo in denaro, i canali “fisici” della banca, mentre nell'altra solo quelli online. In altre parole, in entrambe le opzioni la prestazione dei servizi bancari attraverso i canali online è gratuita, per cui la modifica, che nell'opzione a costo zero determina l'aumento del canone di gestione annuo, *non introduce un costo nuovo quale corrispettivo di un servizio non fornito* – come sembra intendere il Collegio – bensì *modifica il prezzo di una prestazione prevista ed effettivamente erogata dalla banca*. Tutt'al più, al fine di valutare la fondatezza della modifica anche rispetto al giustificato motivo, sarebbe interessante verificare se tale incremento del canone, riguardando in effetti i servizi online della banca, abbia interessato allo stesso modo anche i contratti con l'opzione “*con assistenza in filiale*”, rispettando la condizione di pari trattamento di tutti i clienti per servizi analoghi.

⁹³ Per interessanti spunti al riguardo cfr. U. MORERA, (nt. 74) 28, che, partendo dall'etimologia della parola zero, ne ricostruisce il significato, anche rispetto alla sua portata espressiva nell'uso corrente. Peraltro, in una recente iniziativa convegnistica, uno dei relatori affermava emblematicamente che considerare il valore zero quale espressione del non essere «sorvola grossolanamente su qualche secolo di filosofia matematica» (così si è espresso il prof. Antonio Gambaro durante il convegno *Il diritto bancario nell'oggi*, tenutosi a Milano tra il 19 e il 20 ottobre 2023). Un opportuno riferimento per la corretta interpretazione del termine zero, restando nel campo della filosofia classica, potrebbe venire da Platone, il quale con riflessioni di incredibile lungimiranza si avvicinò al significato attuale della parola “zero”, riformando la concezione stessa di “non-essere”, da intendersi non più come il “nulla” ma come il “diverso”, come un'altra modalità dell'essere. Tornando alla questione in esame, la valorizzazione a zero di un costo, se riferito ad una prestazione effettivamente prestata da una delle parti, non va intesa come “non essere” ma parafrasando Platone come un'altra modalità (cioè gratuita) dell'essere (ovvero la prestazione di gestione del conto corrente bancario).

In definitiva, la previsione contrattuale di una voce di costo costituisce l'indicatore dell'accordo tra le parti sul prezzo di un determinata prestazione – nel caso riguardato la gestione del conto corrente – con la conseguenza che, laddove tale voce sia riferita a zero, tale valore esprime esclusivamente la gratuità della corrispondente prestazione – che quindi viene corrisposta da una parte in assenza di corrispettivo da parte del cliente (controprestazione) – e non l'assenza di quest'ultima, che altrimenti non sarebbe neppure dovuta dalla banca⁹⁴.

Sempre dal punto di vista funzionale, appare altresì poco convincente valorizzare la tutela dell'affidamento del cliente sull'immodificabilità dell'iniziale condizione di gratuità della prestazione; soluzione che sembra riconnettersi alle accennate prassi promozionali delle banche⁹⁵, che – ove emergessero profili di illiceità – andrebbero affrontate attraverso gli strumenti propri di quel settore normativo⁹⁶, e che inoltre appare priva di fondamento, non potendosi considerare legittimo l'affidamento del cliente, stante la previsione della clausola attributiva del *ius variandi* e la specifica approvazione per iscritto della stessa⁹⁷.

Peraltro, anche ove si volesse effettivamente attribuire valore determinante all'affidamento riposto dal cliente sulla veridicità di messaggi volti a promuovere la stabilità nel tempo del carattere gratuito del servizio, il vizio ricadrebbe nel momento genetico del rapporto e potrebbe trovare tutela negli strumenti previsti dalla disciplina generale dei contratti – per esempio invocandone l'annullamento per errore essenziale (artt. 1428 e 1429, primo comma, n. 1.)⁹⁸ – e non

⁹⁴ Considerazione che trova adesione da parte dei pochi autori che hanno affrontato la questione [cfr. diffusamente U. MORERA, (nt. 74), 29 ss., e per un accenno A. MIRONE, *sub art. 118*, (nt. 10), 1358, e nt. 68].

⁹⁵ V. *supra*, nt. 88.

⁹⁶ Semplicemente, si osserva che qualora emergano prassi di pubblicità scorretta o ingannevole da parte degli intermediari, in relazione alla promozione di condizioni contrattuali favorevoli per il cliente, queste dovranno essere sottoposte alla Autorità antitrust ed eventualmente corrette secondo i rimedi (inibitori o propriamente sanzionatori) previsti dalla relativa disciplina. Occorre quindi evitare che, per reprimere casi più o meno isolati di pubblicità ingannevole, si finisca per applicare soluzioni interpretative fortemente penalizzanti per tutti gli intermediari nel limitare la possibilità di modifica unilaterale delle condizioni economiche del contratto anche se indicizzate a zero, considerato che quest'ultime potrebbero rispondere nel momento genetico del rapporto a legittime strategie commerciali e successivamente ad altrettanto legittime esigenze di manutenzione del contratto.

⁹⁷ Rilievo, in verità, ben colto anche dal collegio di Milano nella citata ordinanza di rimessione (v. *supra*, nt. 79).

⁹⁸ Il cliente, dimostrando il carattere decettivo dei messaggi pubblicitari dell'intermediario e il nesso causale rispetto alla decisione di concludere il contratto, potrebbe richiederne l'annullamento, invocando l'errore essenziale sulla natura del contratto che pensava – con una certa dose di approssimazione – fosse per sempre gratuito. Tutt'al più, si evidenzia che tale forma di tutela esulerebbe dalla competenza dell'ABF, che non può emettere pronunce costitutive, e dovrebbe

nella disciplina del *ius variandi*, che riguarda invece la fase di esecuzione del rapporto.

6. Considerazioni conclusive.

Scartato il criterio sulla natura della prestazione dedotta in contratto, sembra che la soluzione del problema vada ricercata sul piano strutturale, facendo ricorso al criterio che valorizza la distinzione tra novità e semplice modifica del contenuto dell'accordo⁹⁹, invero già sotteso alla disciplina dell'istituto come specificato dalle disposizioni della Banca d'Italia e dai chiarimenti del Ministero¹⁰⁰.

Si tratta di una regola che valorizza l'aspetto formale del contratto, in ossequio ad esigenze di certezza del diritto, atteso che, ai fini della sua corretta applicazione, il più delle volte è sufficiente confrontare il testo contrattuale prima e dopo la modifica, verificando se attraverso il procedimento di cui all'art. 118 non siano state inserite clausole nuove. Tale regola, che così declinata potrebbe essere tacciata di eccessivo formalismo, appare in realtà in linea con il principio di completezza del contratto espresso all'art. 117, quarto comma¹⁰¹, del testo unico, in virtù

essere richiesta dinanzi al tribunale; il che, alla luce dell'esiguo valore che caratterizza sovente tali controversie, rende in effetti tale soluzione in concreto difficilmente percorribile.

⁹⁹ Guardando al dato comparatistico, non sembra che la questione della variazione *in peius* di clausole valorizzate a zero sia stata oggetto di specifica attenzione nella materia delle modifiche unilaterali del contratto. Ad ogni modo è interessante notare che, negli ordinamenti in cui, attraverso le azioni di classe, si attua un severo controllo sulla legittimità delle prassi seguite dagli intermediari, la questione delle modifiche unilaterali non viene mai affrontata nei termini afferenti la natura della prestazione (a titolo oneroso/gratuito) – anche quando la variazione comporta l'incremento di costi inizialmente previsti a zero – venendo piuttosto valorizzata, sia per le condizioni economiche, che per quelle normative, la differenza tra l'introduzione di una nuova condizione o la modifica di condizioni preesistenti, attraverso il criterio della ragionevolezza, considerando illegittima l'introduzione di clausole nuove, poiché ciò che è nuovo non rientra nell'aspettativa ragionevole del cliente. Si veda per gli Stati Uniti, il *leading case*, *Badie v. Bank of Am.*, 79 Cal. Rptr. 2d 273, 277 (Ct. App. 1998), in cui tale criterio viene introdotto, seppur con riguardo all'inserimento attraverso modifica unilaterale di una clausola compromissoria. La c.d. *Badie doctrine* è stata poi estesa dalle corti anche alle modifiche di condizioni economiche [sul punto cfr. D. HORTON, (nt. 45), 623 ss.; 627 e 629].

¹⁰⁰ V. *supra*, nt. 78.

¹⁰¹ La norma dell'art. 117, quarto comma, va letta in combinato disposto con l'attuale formulazione dell'art. 118 che – ammettendo l'esercizio del *ius variandi* per «i tassi, i prezzi e le altre condizioni previste dal contratto» (e non più per «i tassi, i prezzi e le altre condizioni di contratto») – non consente più di ritenere che la banca possa evitare l'applicazione dei meccanismi sostitutivi previsti dall'art. 117, settimo comma, esercitando il potere di variazione unilaterale di cui all'art. 118, atteso che in caso di omessa indicazione, risulterà comunque necessario ottenere il consenso espresso del cliente alla previsione integrativa di condizioni economiche mai pattuite fra le parti. [sul punto cfr. A. MIRONE, *sub art. 117*, in *Commento al testo unico*, (nt. 10)]. Pertan-

del quale devono essere indicati, oltre al tasso d'interesse, «ogni altro prezzo e condizione praticati», contribuendo a responsabilizzare il cliente rispetto al contenuto nominalistico dell'accordo¹⁰².

Se quindi dalla lineare applicazione dell'art. 118 del T.U.B. deriva la legittimità delle modifiche unilaterali riguardanti le condizioni “previste del contratto”, non sembra che la fattispecie delle clausole valorizzate a zero possa giustificare un adattamento – *rectius* una deroga¹⁰³ – di tale regola, non solo per le ragioni già esposte ma anche considerando i possibili corollari applicativi di tale soluzione.

E infatti, impostando il ragionamento scevro dai profili legati all'influenza di eventuali artifici pubblicitari, la tesi che propugna l'illegittimità delle modifiche unilaterali delle clausole valorizzate a zero determinerebbe un'ingiustificabile disparità di trattamento tra variazioni di condizioni economiche nominalisticamente identiche ma diverse quanto al valore di partenza. In altre parole, avallando la tesi del Collegio di coordinamento, si avrebbe, che il medesimo incremento di un costo contrattuale – ipotizziamo per esempio di 6 euro – sarebbe legittimo se riferito ad una commissione già espressa in un valore positivo (si pensi ad un aumento da 6 a 12 euro su base trimestrale) e illegittimo, qualora la relativa commissione fosse inizialmente valorizzata a zero, così penalizzando paradossalmente l'intermediario che al momento della stipula avesse applicato condizioni più favorevoli al cliente.

Parimenti insoddisfacente sarebbe, inoltre, in relazione alla modifica di clausole a zero, “tagliare” la regola che distingue tra condizioni nuove e modifica di condizioni già previste, attraverso il criterio sostanzialistico, più volte evocato

to – al di là del rilievo per cui la clausola a zero se corrispondente ad una prestazione effettivamente dedotta del contratto costituisce a tutti gli effetti una “condizione praticata” ai sensi dell'art. 117, quarto comma – sarebbe comunque eccessivamente penalizzante per l'intermediario trattare l'indicazione di una clausola a zero alla stregua di un'omessa indicazione, così scoraggiando, peraltro, iniziative commerciali favorevoli alla clientela. Né convince l'obiezione dell'ABF secondo cui ammettendo la modifica unilaterale di clausole a zero si realizzerebbe una “completezza” solo precaria (cfr. ABF Roma, n. 15128/2020), considerato che tale principio trova la sua *ratio* nell'esigenza di determinabilità dell'oggetto e del contenuto del contratto e non nella sua immodificabilità nel tempo, che è comunque presidiata dalla necessità del giustificato motivo [cfr. P. SIRENA, (nt. 16), 264].

¹⁰² In una prospettiva di trasparenza, risulta infatti evidente che il cliente non può ritenersi di per sé “sorpreso” dalla modifica di una voce economica già presente nel testo del contratto, dovendo piuttosto al momento della stipula prestare attenzione anche alle clausole valorizzate a “zero”, in funzione del possibile esercizio del potere di modifica unilaterale da parte della banca.

¹⁰³ Considerare una condizione “a zero”, ancorché prevista dal contratto, come una clausola non esistente, si da far valere in caso di successivo aumento la violazione del divieto di introdurre nuove condizioni tramite il procedimento di cui all'art. 118 T.U.B., costituisce più che un adattamento del disposto della norma quasi una deroga al principio da questa espresso, che non appare giustificata né dal descritto quadro di disciplina né dagli interessi in rilievo nel caso di specie.

dall'Arbitro¹⁰⁴, per cui si considerano alla stregua dell'introduzione di clausole nuove quelle variazioni che «incidono in maniera sostanziale sull'equilibrio contrattuale, modificandone addirittura parzialmente la natura». Tale criterio, che infatti trova origine in relazione a problemi assai diversi¹⁰⁵, mal si presta ad essere adattato alla questione in oggetto, sia per il difficile apprezzamento in concreto della condizione della “sostanziale incidenza sull'equilibrio contrattuale”, che appare peraltro sganciata dalla circostanza della valorizzazione a zero di una condizione economica¹⁰⁶, sia perché, come è stato rilevato, rischia di confondere il piano afferente all'ambito di applicazione del *ius variandi*, ed in particolare l'oggetto della modifi-

¹⁰⁴ Cfr. ABF Napoli, n. 396/2011; ABF Milano, n. 1298/2010, e ABF Coll. Coord., n. 26498/2018, laddove l'Arbitro sembra proporre un'ibridazione della regola iniziale, in funzione dell'incidenza della variazione sul complessivo equilibrio del sinallagma contrattuale. In tale pronuncia, peraltro richiamata, dal Collegio di Coordinamento nella decisione da ultimo resa sulla questione delle clausole a zero si legge che «pare corretto ritenere che non sia una semplice modifica l'introduzione *ex novo* di un onere, un obbligo, una controprestazione o qualsivoglia altro termine o condizione (economica o normativa) nel contratto...[perché] tali variazioni si traducono nell'aggiunta di nuovi costi, in quanto non si pongono come mera modifica di oneri già previsti nel contratto e realizzano, così, un'alterazione del sinallagma negoziale in senso sfavorevole al cliente».

¹⁰⁵ Tale criterio fu infatti coniato dall'ABF (v. *supra*, nt. prec) e suggerito da una parte della dottrina [v. S. PAGLIANTINI, (nt. 28), 193] in occasione della vicenda relativa all'applicazione della «*commissione di massimo scoperto*» e della «*commissione di messa a disposizione fondi*» dichiarate nulle per effetto dell'art. 2-bis d. l. 29 novembre 2008, n. 185, che allo stesso tempo consentiva alle banche di adeguare unilateralmente i contratti in corso, adducendo la novella normativa come giustificato motivo di modifica (per alcuni riferimenti dottrinali v. *supra*, nt. 84). In quell'occasione, invece assai peculiare, il criterio formale che distingueva tra condizioni nuove e modifica di clausole preesistenti risultava insoddisfacente rispetto alla prassi delle banche di sostituire, in virtù del regime transitorio, le vecchie clausole “cassate” dal legislatore con nuove previsioni; da qui l'esigenza, avvertita con una certa urgenza, di andare oltre il dato formale per valutare in concreto se dietro il meccanismo sostitutivo – legittimato dalla novella – non si celasse l'introduzione illegittima di nuovi costi inizialmente non previsti, che portò l'Arbitro ad indagare “l'incidenza sostanziale della modifica” sull'originario equilibrio del contratto. Ebbene è evidente che la questione di cui sopra risulta radicalmente diversa da quella della variazione di clausole a zero, in cui formalmente non vi è alcuna introduzione di nuove previsioni, ma solo l'incremento del valore di condizioni già previste, essendo quindi difficile ipotizzare che quest'ultima possa trovare soluzione mediante il ricorso al medesimo criterio interpretativo.

¹⁰⁶ Al di là delle difficoltà nel valutare caso per caso quando un intervento di modifica unilaterale del contratto realizzi una “sostanziale alterazione” del sinallagma, tale effetto sembra a chi scrive del tutto scollegato dalla circostanza dell'iniziale valorizzazione a zero di un determinato costo del contratto. È ben possibile infatti incidere in modo sostanziale sull'equilibrio iniziale anche attraverso la modifica di una clausola espressa in valori positivi (che sarebbe, secondo questo ragionamento, lecita), così come si possono ipotizzare incrementi minimi di costi valorizzati a zero (ad es. da 0 a 2 euro su base annua) che pur alterando la natura di quella prestazione – che da gratuita diventa onerosa – non alterano sensibilmente l'equilibrio del contratto così come convenuto tra le parti al momento della stipula.

ca, con la dimensione del giustificato motivo¹⁰⁷. Diverse pronunce dell'ABF, testimoniano, in effetti, la tendenza ad una certa sovrapposizione concettuale¹⁰⁸, allorché in taluni casi, a fronte di un aumento dei costi scaturente dal recepimento di una normativa sopravvenuta, è stata considerata come “clausola nuova” la modifica di un onere già previsto dal contratto, (sol) perché realizzata per ragioni diverse da quelle descritte nel giustificato motivo¹⁰⁹.

Certo, non può escludersi *a priori* che talvolta il criterio formale non sia sufficiente, da solo, a fondare un giudizio esaustivo sulla *novitas* di una determinata condizione contrattuale, ai fini della corretta applicazione dell'art. 118 T.U.B., dovendo ad esso supplire una valutazione in senso sostanziale sull'oggetto e sulle finalità della modifica: si pensi alla già evocata vicenda relativa alle commissioni di massimo scoperto, ove l'adeguamento suggerito dal legislatore alle nuove disposizioni ha posto l'esigenza, in sede di verifica del corretto esercizio del potere di modifica, di andare oltre la nomenclatura di una determinata voce di costo, per verificare se dietro il meccanismo sostitutivo non si celasse l'introduzione di nuovi oneri inizialmente non previsti, ovvero la reintroduzione, sotto altra veste, di commissioni analoghe a quelle dichiarate nulle¹¹⁰.

¹⁰⁷ In tal senso si veda A. MIRONE, *La trasparenza*, (nt. 10), 99, e nt.11, il quale evidenzia la possibile sovrapposizione delle due questioni, atteso che la verifica sull'eventuale abuso da parte della banca del *ius variandi*, nel senso di aumentare la remuneratività del contratto a scapito del cliente, trova la sua sede naturale nel giudizio di congruità sul giustificato motivo, restando preferibile attenersi, pur con un certo margine di elasticità, al profilo strutturale, considerando “nuova” e quindi inammissibile *a priori* soltanto la previsione la cui introduzione non è collegata neanche indirettamente ad altre modifiche, soppressioni o integrazioni del contratto.

¹⁰⁸ Cfr. ABF Torino, n. 4585/2017 e ABF Torino, n. 18112/2018, ove si legge «Integra gli estremi dell'aggiunta di clausola nuova (quindi, vietata) anche l'incremento di un onere (già previsto dal contratto) per scopi esulanti da quelli per cui quell'onere era stato pattuito fra le parti. L'introduzione di una clausola nuova, in un simile contesto, sarebbe solo surrettiziamente mascherata dalla formale modifica di una clausola preesistente». Nel caso affrontato dall'Arbitro, con riguardo ad un contratto di conto corrente bancario, l'intermediario giustificava, con l'obbligo di contribuzione al Fondo di risoluzione unico introdotto dalla normativa europea, un incremento dei costi indicati alla voce “spese annue per conteggio interessi e competenze”, che non risultava in alcun modo correlato alla sopravvenienza normativa. In tal caso è evidente che la violazione non sia integrata dal superamento dell'ambito oggettivo di applicazione del *ius variandi* – nel senso di realizzare l'introduzione di una clausola nuova – bensì dalla mancanza – intesa in senso ampio come incongruità, genericità, incoerenza, sproporzionalità, – di un giustificato motivo a sostegno dell'iniziativa di modifica di una condizione effettivamente già prevista dal contratto e quindi già oggetto di accordo tra le parti.

¹⁰⁹ Equivoco poi superato con la già citata pronuncia del Collegio di coordinamento n. 26498/2018, in cui è stato chiarito il rapporto tra il giustificato motivo, le sopravvenienze normative e la valutazione sulla modifica di condizione preesistenze/introduzione di clausola nuova, ai fini del legittimo esercizio del *ius variandi*.

¹¹⁰ V. *supra*, ntt. 84 e 105. In quel caso, peraltro, era la stessa norma di cui al primo comma dell'art. 2-bis della l. n. 2/2009 a suggerire il superamento del dato formale, dichiarando nulle le clausole, *comunque denominate*, che prevedevano un meccanismo di remunerazione analogo a quel-

Parimenti, in materia di credito al consumo, ove, diversamente dalla disciplina interna sugli affidamenti e gli sconfinamenti (art. 117-*bis* T.U.B.), il costo dei relativi contratti è suddiviso in diverse commissioni (cfr. art. 10, par. 2, dir. 2008/48 ora transitato nell'art. 10, par. 2, 3 e 4, dir. 2023/2225), un'eventuale iniziativa degli intermediari di modifica unilaterale del contratto nel senso di accorpate in un'unica clausola "nuova" diverse commissioni, potrebbe superare il controllo di legittimità rispetto alla disciplina di cui all'art. 118 T.U.B., trattandosi di una "novità" meramente formale ed avuto riguardo alle finalità di semplificazione e di trasparenza delle condizioni contrattuali perseguite tramite lo strumento del *ius variandi*¹¹¹.

Ma si tratta, a ben vedere, di ipotesi diverse da quella in esame e ad essa non assimilabili, in quanto in un caso, l'introduzione di nuove condizioni economiche era "giustificata" dal venir meno delle clausole dichiarate nulle dal legislatore, connotando, in quella specifica occasione, l'esercizio del *ius variandi* di una funzione sostitutiva, più che di mera modificazione; nell'altro caso ipotizzato invece, non si avrebbe vera e propria introduzione di una nuova condizione, allorché la modifica mantenesse invariato il contenuto del contratto sia in senso quantitativo, che qualitativo, circoscrivendo l'elemento di novità alla mera indicazione unitaria anziché differenziata dei diversi oneri già previsti.

lo delle commissioni di massimo scoperto cassate dal legislatore, richiedendo altresì l'adeguamento entro un termine piuttosto breve di tutti i contratti in corso, mediante il procedimento di modifica unilaterale. Così, a fronte delle numerose iniziative di adeguamento da parte degli intermediari e del copioso contenzioso che ne derivò in sede arbitrale, l'orientamento prevalente dell'ABF fu quello di riconoscere la possibilità per le banche di servirsi del *ius variandi* per sostituire la commissione di massimo scoperto con altri tipi di clausole basate sulla remunerazione dell'affidamento. Sul punto cfr. G. OLIVIERI, (nt. 21) 124 s.; sugli effetti del controverso regime transitorio introdotto dall'art. 2-*bis* della l. n. 2/2009 si veda diffusamente M. CIAN, *Il costo del credito bancario alla luce dell'art. 2-bis l. 2/2009 e della l. 102/2009: commissione di massimo scoperto, commissione di affidamento, usura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 182 ss.

¹¹¹ Una modifica unilaterale che accorpasse in un'unica clausola più commissioni inizialmente indicate separatamente (ad es. spese incasso rata, commissioni di istruttoria, spese di gestione del conto) – sempre che la relativa descrizione dia conto delle diverse voci componenti l'ammontare indicato – pur inserendo una previsione formalmente estranea rispetto all'originario testo del contratto, potrebbe nondimeno ritenersi legittima, dal momento che essa non comporterebbe l'introduzione di nuovi oneri o condizioni, ma si limiterebbe a modificare la struttura del contratto, in funzione di una maggiore chiarezza e concisione del suo contenuto (si veda in proposito l'art. 125-*bis* del T.U.B. che richiede che le informazioni siano contrattuali siano indicate in modo *chiaro e conciso*, o ancora le nuove disposizioni di cui agli artt. 9 e 10 della direttiva 2023/2225 che pongono dei limiti di estensione dei contratti di credito al consumo). In altre parole, in tale ipotesi, la valutazione sulla *novitas*, ai fini della del corretto esercizio del *ius variandi*, non potrebbe arrestarsi al dato formale della nomenclatura – che pure denoterebbe una clausola "nuova" in luogo delle originarie condizioni "accorpate" – dovendosi inevitabilmente estendere anche al contenuto della previsione oggetto della modifica, che laddove rimanesse lo stesso – al netto del riordino delle condizioni già concordate dalle parti – rientrerebbe nei limiti previsti dall'art. 118 T.U.B.

In definitiva, con riguardo alla questione in esame, si potrebbe concludere nel senso che “*la forma è sostanza*”, in quanto solo il criterio formale conserva, a differenza delle altre soluzioni ipotizzate, non solo un significativo livello di certezza nell’applicazione del diritto, ma anche un’ apprezzabile capacità distintiva di fattispecie effettivamente diverse, quale l’introduzione *ex novo* di clausole non previste e non collegate ad altre condizioni del contratto, e la modifica – qualunque sia il valore inizialmente convenuto dalle parti – di clausole già oggetto dell’iniziale accordo, che contribuiscono, anche quando inizialmente indicizzate a zero, a definire il complessivo equilibrio tra le prestazioni dedotte nel contratto¹¹².

Peraltro, vietare *tout court* la modifica unilaterale di clausole a zero porterebbe verosimilmente le banche ad indicare i relativi costi a valori superiori allo zero ma comunque esigui o simbolici (si pensi ad un canone di gestione del conto previsto a 0,10 euro o 0,50 su base mensile), rendendo a quel punto molto difficile – al fine di valutare la legittimità di eventuali modifiche unilaterali – discernere quando tale valore sia espressione legittima della libertà di determinazione del prezzo tra le parti e quando si tratti invece di un espediente per aggirare il divieto.

Certo, è vero anche che ammettere, sempre e in ogni caso, che la semplice indicazione nel contratto di una condizione economica consenta all’intermediario di aumentare unilateralmente gli importi addebitati alla clientela può essere foriero di iniziative commerciali opportunistiche; così la generalizzata valorizzazione a zero di una molteplicità di voci economiche applicate dall’intermediario al rapporto con il cliente potrebbe essere finalizzata all’iniziale acquisizione di clientela, con la programmata intenzione di modificare, alla prima occasione utile, le condizioni economiche.

Tuttavia, tale prospettiva, per verosimile che sia, presuppone la facoltà degli intermediari di “bypassare” con disinvoltura la condizione fondamentale del giustificato motivo¹¹³, cui in ultima analisi è rimesso il contenimento di

¹¹² Naturalmente ben diversa sarebbe la prospettiva qualora la modifica, oltre all’incremento del valore di una determinata voce di costo introducesse all’interno della descrizione della relativa clausola prestazioni inizialmente non previste dal contratto; si pensi, all’incremento da zero a dieci euro del “canone di gestione” del conto corrente cui si accompagnasse l’inserimento nella descrizione della clausola di prestazioni ulteriori inizialmente non previste. In questo caso allora l’iniziativa dissimulerebbe, dietro il meccanismo modificativo di una condizione già prevista dall’originario accordo, l’introduzione di una condizione nuova, certamente non attuabile attraverso il meccanismo di cui all’art. 118 T.U.B.

¹¹³ Le ipotizzate prassi opportunistiche sarebbero possibili solo immaginando che l’intermediario possa modificare in ogni momento le condizioni economiche inizialmente previste; diversamente, immaginando cioè un più efficace controllo sulla condizione che legittima in concreto il potere della banca, l’eventuale abuso di clausole a zero di cui gli intermediari “riempissero” strumentalmente i contratti, costituirebbe, più che un’opportunità di facile accaparramento di clientela, un forte

eventuali pratiche abusive, anche con riguardo alla modifica unilaterale di clausole a zero. Sembra infatti che sia questo il terreno elettivo per valutare il corretto esercizio del *ius variandi* anche in tali casi, fondando il giudizio di legittimità della modifica, non sulla base del valore di partenza (zero, uno o dieci) della condizione economica, ma sul fatto che la variazione peggiorativa sia giustificata da un fatto sopravvenuto rispetto all'originario equilibrio sinallagmatico, sia congrua e proporzionale rispetto ad esso, e quindi tollerabile in termini di sacrificio per il cliente – salvo il diritto di recesso – poiché funzionale a garantire, attraverso il ripristino dell'equilibrio del singolo rapporto, la stabilità del sistema¹¹⁴.

Riemerge in definitiva la già descritta criticità sul corretto funzionamento della condizione del giustificato motivo non tanto sul piano formale, quale elemento del procedimento, bensì su quello sostanziale, quale presidio di legittimità del potere di modifica delle banche, rispetto al quale anche il controllo esercitato dall'Arbitro in sede di risoluzione delle controversie risulta insufficiente¹¹⁵.

E infatti – per apprezzabile che sia la funzione indirizzatrice dell'Arbitro verso prassi virtuose e trasparenti, contribuendo altresì ad accrescere il livello di fiducia del cliente anche in relazione alle impopolari operazioni di modifica unilaterale del contratto – anche in caso di corretta formulazione del giustificato motivo, sembra residuare uno spazio di insindacabilità in concreto della congruità della variazione rispetto alla sopravvenienza, sul quale l'ABF, anche per i limitati poteri istruttori, non può effettuare un controllo incisivo.

Tale circostanza risulta particolarmente evidente nel caso di sopravvenienze normative, che determinano un incremento dei costi in grado di alterare l'originario sinallagma contrattuale, come avvenuto nel caso da cui è originata la decisione del collegio di coordinamento, in cui la motivazione addotta dall'intermediario a giusti-

rischio di cristallizzazione anche per lungo tempo di condizioni insostenibili per la banca, in quanto troppo favorevoli al cliente, essendo necessario – ai fini della modifica – il verificarsi di un fatto sopravvenuto in grado di giustificare un'iniziativa aumento di determinati costi.

¹¹⁴ Vedi *supra*, § 1, 933 s. Diversamente, nel senso di tener distinta la questione della legittimità della modifica di condizioni economiche valorizzate a zero dai profili legati alla sussistenza del giustificato motivo, U. MORERA, (nt. 74), 27.

¹¹⁵ Sul punto v. *supra*, nt. 59. Si veda anche ABF Napoli, n. 13027/2020; ABF Torino, n. 945/2020; ABF Milano, n. 11292/2021; ABF Bologna, n. 14420/2019 e ABF Palermo, n. 203/2023 in cui i collegi danno atto della formulazione chiara e precisa del giustificato motivo, che tuttavia non garantisce la certezza sulla proporzionalità, specie dal punto di vista quantitativo, della modifica, per verificare la quale servirebbero pervasivi strumenti di controllo anche sui bilanci e sugli altri documenti contabili della banca. Peraltro, anche ove si dotasse l'Arbitro di idonei strumenti di controllo in tal senso, difficilmente tale soluzione avrebbe effetti deterrenti, atteso che i soggetti che propongono ricorso sono sempre una minoranza rispetto alla moltitudine dei destinatari della modifica, con la conseguenza che l'incremento di un costo, superiore anche di poco rispetto a quanto sarebbe strettamente giustificato dal fatto sopravvenuto, moltiplicato per un numero elevato di contratti, porterebbe un enorme ingiustificato vantaggio per la banca.

ficazione della modifica unilaterale – sebbene incontestata – riguardava l’obbligo di contribuzione al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD)¹¹⁶. A fronte di tali circostanze sopravvenute, il cliente – specie se non professionale – potrà, nella migliore delle ipotesi, limitarsi ad una valutazione superficiale sulla coerenza della giustificazione in senso oggettivo o tipologico, per esempio accertandosi che il contratto oggetto di modifica sia effettivamente tra quelli riguardati dal fatto nuovo¹¹⁷. Ma superato tale passaggio, la concreta correlazione tra il fatto sopravvenuto e la specifica clausola oggetto della modifica, e, ancora più a fondo, la proporzione in senso quantitativo rispetto alla misura della variazione proposta, sono rimessi ad un apprezzamento solo formale da parte dell’Arbitro, che si sostanzia o nella verifica del grado di specificità con cui è formulato il giustificato motivo o, in via presuntiva, nel prestare affidamento sui calcoli prodotti dall’intermediario durante il procedimento dinanzi all’ABF, la cui veridicità e correttezza tuttavia non sembra sindacabile¹¹⁸.

¹¹⁶ Introdotto con il d.lgs. n. 30/2016 di attuazione della direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi. Il decreto prevede che le banche aderenti contribuiscano al FITD, eventualmente anche sotto forma di impegni di pagamento, almeno annualmente, in misura proporzionale all’ammontare dei loro depositi protetti (garantiti entro il limite di € 100.000,00 per deposito) e al profilo di rischio. Il decreto prevede altresì una dotazione finanziaria minima del fondo, da raggiungere in modo graduale entro il 2024.

¹¹⁷ Valutazione peraltro non sempre agevole da compiere per soggetti non esperti. Nel caso di specie, ad ogni modo, si può ravvisare un’effettiva correlazione tra la sopravvenienza normativa da un lato – relativa all’obbligo di contribuzione al fondo di garanzia sui depositi – e il contratto e la voce oggetto di modifica dall’altro – che riguardava gli oneri di gestione del conto corrente; la prassi ABF tuttavia ha dato atto anche di situazioni in cui tale collegamento era del tutto assente, mirando l’iniziativa dell’intermediario unicamente a trasferire sulla clientela un aumento generale dei costi di gestione (cfr. tra tutte ABF Coll. coord., n. 26498/2018, in cui l’intermediario giustificava un aumento per via unilaterale delle spese di gestione del conto corrente bancario in virtù dell’istituzione del Fondo Nazionale di risoluzione ad opera del provvedimento della Banca d’Italia n. 1226609 del 18 novembre 2015).

¹¹⁸ Cfr. ABF Napoli, nn. 2052/2022, 13027/2020 e 15737/2020; ABF Torino, n. 945/2020. In tali decisioni – il cui il fatto sopravvenuto consisteva in tutte nell’obbligo di contribuzione da parte dell’intermediario al suddetto Fondo di garanzia sui depositi – l’esercizio del potere di modifica (dopo la preliminare verifica sul fatto che il contratto fosse stato concluso anteriormente al verificarsi della sopravvenienza) viene giudicato legittimo, ora sulla base della dettagliata formulazione del giustificato motivo – allorché «la comunicazione della banca contiene doviziosi riferimenti sull’impatto dell’obbligo di versare i contributi per il Fondo, tanto da arrivare persino a indicare in termini quantitativi la misura dell’incremento dovuto» (così ABF Napoli, n. 15737/2020) – ora in virtù della documentazione prodotta dall’intermediario contenente il «dettaglio dei calcoli effettuati per definire l’aggravio di costi derivante dalla contribuzione al FITD incidente sui rapporti di conto corrente interessati dalla garanzia» (così ABF Napoli, n. 13027/2020). Resta evidente, tuttavia, che tali profili, specie con riguardo alla documentazione prodotta dall’intermediario – che risultano in ultima analisi dirimenti ai fini dell’effettivo controllo sul legittimo esercizio del potere di modifica – vengano, a fronte dei descritti elementi presuntivi, “dati per buoni” dall’Arbitro in mancanza di pregnanti poteri di verifica.

Ed è probabilmente questo il terreno in cui si annida il rischio di possibili abusi anche con riguardo all'incremento di clausole inizialmente valorizzate a zero. Ad ogni modo, a fronte di tale “squilibrio” nella concreta attuazione delle regole sul *ius variandi*, non bisogna cedere alla tentazione di forzare il dato normativo, in funzione delle legittime istanze di tutela del contraente debole; in questo caso, peraltro, una soluzione potrebbe trovarsi già *de jure condito* davanti agli occhi dell'interprete, e consiste nell'attuare un proficuo collegamento tra le risultanze dell'attività dell'Arbitro e i pregnanti poteri dell'autorità di vigilanza¹¹⁹, al fine di svolgere – a fronte delle irregolarità emerse in sede arbitrale – un pervasivo controllo sulle operazioni di modifica unilaterale, e sulla effettiva congruità del giustificato motivo, sanzionando i casi di abuso con effetti deterrenti adeguati alla vocazione “di sistema” propria dell'istituto.

¹¹⁹ V. *supra*, nt. 68.

Sul problematico coinvolgimento dei soci nella decisione di accedere ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza

On the problematic involvement of shareholders in the decision to access an insolvency plan procedure

Filippo Viola*

ABSTRACT:

Il lavoro affronta il tema della posizione dei soci, sul versante dei loro diritti c.d. di *voice*, nella fase di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza volto al risanamento dell'impresa. In specie, lo scritto dopo aver posto a confronto la disciplina di riferimento, racchiusa nell'art. 120-bis c.c.i.i., con le previsioni della direttiva (UE) 2019/1023 ed aver esaminato l'impatto di tale disposizione sui diversi interessi che entrano in gioco in una situazione di crisi dell'impresa, formula un'ipotesi interpretativa potenzialmente in grado di mitigare le conflittualità che il nuovo assetto normativo è idoneo a generare.

The paper addresses the issue of the position of shareholders at the stage of access to a restructuring procedure, with regard to their voice rights and powers. In particular, the paper, after comparing the relevant framework embodied in Article 120-bis of the Italian Code of Business Crisis and insolvency with the provisions of Directive (EU) 2019/1023 and examining the impact of the mentioned provision on the different interests at stake, draws an interpretative hypothesis potentially able to mitigate the conflicts that the new legal framework could raise.

SOMMARIO:

1. L'accesso alla ristrutturazione concordataria e gli interessi in gioco. – 2. La disciplina di cui all'art. 120-bis c.c.i.i. e i suoi rapporti con la direttiva *restructuring*. – 3. Il rapporto fra l'assetto delineato dal c.c.i.i. e le esigenze sostanziali ed oggettive sottostanti alla ristruttura-

* Dottore di ricerca in diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; e-mail: filippo.viola01@gmail.com.

zione. – 4. Il bilanciamento degli interessi di soci e creditori nella nuova disciplina. – 5. Se sia doveroso per gli amministratori coinvolgere i soci prima della presentazione della domanda di concordato preventivo in continuità.

1. *L'accesso alla ristrutturazione concordataria e gli interessi in gioco.*

L'art. 120-*bis* c.c.i.i., introdotto in attuazione della direttiva (UE) 2019/1023 (d'ora in avanti anche la direttiva, ovvero direttiva *restructuring*) ed inserito nella sezione VI-*bis*, intitolata agli «strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società», interviene sul problema della distribuzione interna delle competenze in merito alla scelta del momento in cui accedere a uno di tali strumenti, nonché del contenuto concreto da attribuire al piano ad esso sottostante.

La questione assume una importanza particolare – nella prospettiva dei diritti dei soci – con riguardo agli strumenti che perseguono finalità di risanamento dell'impresa (su tutti il concordato preventivo in continuità) e in particolar modo riorganizzativi, potenzialmente idonei ad incidere in misura significativa sulla loro posizione, attraverso, ad esempio, operazioni corporative (quali fusioni o scissioni) o altre operazioni societarie, nonché attraverso *debt to equity swaps*¹. Sarà

¹ Cfr. l'art. 120-*bis*, secondo comma, c.c.i.i. Con riferimento alla disciplina previgente di cui alla l. fall., segnalava le gravi implicazioni per i soci che aveva la scelta legislativa di attribuire agli amministratori il potere di scegliere se utilizzare uno degli strumenti di regolazione negoziale della crisi e di conformarne il contenuto, R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304 ss., 310-311.

Non esclude l'applicabilità dell'art. 120-*bis* a strumenti con finalità liquidatorie, A. NIGRO, *La nuova disciplina degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*, in www.ristrutturazionaziendali.ilcaso.it, articolo dell'11 ottobre 2022, 1 ss., 4 e nt. 4; analogamente G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Gli amministratori, il tribunale e il convitato di pietra negli artt. 120-*bis* e 120-*quinquies* del codice della crisi*, in *AGE*, 2023, 187 ss., 193.

Al di là della questione della continuità o meno, vale la pena osservare che sorgono alcuni problemi di coordinamento fra quanto previsto dai singoli commi dell'art. 120-*bis*, c.c.i.i. e la disciplina dei diversi strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, apparentemente inclusi nel suo ambito di applicazione, ulteriori rispetto al concordato preventivo. Anzitutto, per il concordato nella liquidazione giudiziale, si continua a prevedere all'art. 265, secondo comma, c.c.i.i. (a dispetto di quanto previsto all'art. 120-*bis*, primo comma, c.c.i.i.) (i) la possibilità che lo statuto attribuisca ai soci di società di capitali la competenza in ordine alla decisione sull'accesso al concordato e alla definizione dei contenuti del piano; (ii) che nelle società di persone, salva diversa disposizione statutaria, la proposta e i contenuti del piano sono approvati dai soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale. Sui rapporti fra gli artt. 120-*bis* e 265 c.c.i.i. v. O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, *L'accesso delle società al concordato preventivo*, in *Società*, 2023, 983 ss., 992 ss.; O. CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie funzionali al buon esito della ristrutturazione*, in *Società*, 2023, 239 ss., 240 s.; P.M. SANFILIPPO, *L'accesso delle società agli strumenti di regolazione. Note minime a margine dell'art. 120-*bis* del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, 493 ss., 496 s.; N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato, ma è stato deposto. Notarelle sul ruolo dell'assemblea di società in crisi o insolventi*, in *LUISS L. Rev.*, 2/2022, 6

dunque al concordato preventivo con finalità di ristrutturazione dell'impresa che verrà rivolta l'attenzione nel presente lavoro.

Sul versante oggettivo, ossia indipendentemente dalla riferibilità di siffatte esigenze ad un'utilità dei soggetti interessati dalla crisi, è evidente la razionale desiderabilità di un sistema che, per un verso, non disperda la ricchezza residua dell'impresa e prevenga ulteriori danni alla società, e, per altro verso, disincentivi conflitti endo-societari, potenzialmente idonei a rallentare la procedura o, nei casi più gravi, a compromettere il buon esito delle operazioni di ristrutturazione².

Quanto invece agli interessi di natura "soggettiva" che vengono in rilievo, occorre osservare che la struttura finanziaria della società, per come essa si caratterizza in una situazione di crisi dell'impresa, è idonea ad alterare l'assetto degli incentivi esistenti tra i soggetti coinvolti. Gli amministratori sono infatti spinti ad assumere comportamenti opportunistici (c.d. di *moral hazard*) nell'interesse e a vantaggio dei soci e, allo stesso tempo, in danno dei creditori sociali³.

ss., 10; A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in www.ristrutturazioni.azienda.ilcaso.it, articolo del 22 settembre 2022, 1 ss., 4; M. SPADARO, *Il concordato delle società*, in www.dirittodellacrisi.it, *Numero speciale Settembre 2022. Studi sull'avvio del codice della crisi*, 111 ss., 122-123. In secondo luogo, ci si chiede se il quinto comma dell'art. 120-bis c.c.i.i. sulle proposte concorrenti dei soci sia applicabile anche a strumenti diversi dal piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione (art. 64-bis ss. c.c.i.i., c.d. "PRO") e dal concordato preventivo, in quanto le proposte concorrenti (in via generale) sono espressamente disciplinate esclusivamente in tali due strumenti (nel PRO per via del rinvio contenuto nell'art. 64-bis, nono comma, c.c.i.i. all'art. 90 c.c.i.i. sulle proposte concorrenti nel concordato preventivo). Infine, ulteriore questione è quella se l'applicazione della disciplina di cui all'art. 120-bis c.c.i.i. presupponga la presenza di un formale giudizio omologatorio da parte del giudice, come il quarto comma della disposizione parrebbe implicare: in senso affermativo O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, (nt. 1), 986 s.

² Ai fini della riduzione della perdita e della prevenzione di potenziali danni alla società risultano determinanti sicuramente due fattori: (i) la tempestività dell'intervento insieme con la reattività della società d'innanzi alla diagnosi di una condizione patologica e con la celerità con cui la procedura viene gestita, e, (ii) la conoscenza che il mercato ha (per effetto di *disclosure*) dello stato di crisi dell'impresa. In relazione al primo profilo, è opinione condivisa, infatti, che le procedure di gestione della crisi sono tanto più efficienti quanto prima esse si aprono: v. tra i molti, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa tra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, Il Mulino, 2007, 134 ss. In relazione al secondo profilo, non può trascurarsi il danno in termini reputazionali che la società potrebbe subire nel caso in cui fossero disponibili sul mercato informazioni, eventualmente scorrette o imprecise, sullo stato di crisi dell'impresa, e ciò, soprattutto, ancor prima del formale accesso al concordato. Si spiega così la regola (oggi contenuta nell'art. 37, primo comma, c.c.i.i.) per la quale è riservata al debitore e preclusa ai creditori la possibilità di attivare una procedura (in particolare di concordato preventivo) in caso di mera crisi dell'impresa. Solo il primo è ritenuto, infatti, in possesso delle informazioni sufficienti per poter consapevolmente decidere di intraprendere, in una fase precoce, un percorso per la soluzione negoziata della crisi. Cfr. in tal senso, L. STANGHELLINI, (nt. 2), 134 ss., ove anche riferimenti comparatistici. Segnala l'esigenza di prendere in considerazione le problematiche legate al diritto di riservatezza della società e la connessa necessità di evitare la diffusione di notizie idonee a danneggiarla A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, Giuffrè, 2016, 132, nt. 157.

³ Tale incentivo degli amministratori discenderebbe, quantomeno nelle società con capitale poco

Tale considerazione ha favorito la diffusione di orientamenti, in dottrina nonché nella giurisprudenza (soprattutto statunitense⁴), volti a rinvenire sul piano dei doveri e della correlativa responsabilità degli amministratori i rimedi idonei a correggere le distorsioni ora segnalate nel sistema di *governance* dell'impresa in crisi.

Si è così sviluppata, sia pure con diverse sfumature⁵, la tesi sul mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori di società in crisi, secondo la quale essi, a

frazionato e comunque nelle imprese di minori dimensioni, ove il legame soci-amministratori è più stretto [e v., infatti, A. KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in 24 *Int. Insolv. Rev.*, 2015, 140 ss., 145; P. DAVIES, *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*, in 7(1) *EBOR*, 2006, 301 ss., 308 ss.; ma v. più in generale P. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, V. DI CATALDO, F. GUERRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, III, Torino, Utet, 2014, 2463 ss., 2485 ss.] dalle forti pressioni esercitate dai soci sugli amministratori in favore di strategie gestionali di *over-investment*, connotate da un alto livello di rischio. Ciò, a sua volta, dipenderebbe, per un verso, dalla regola della responsabilità limitata dei soci per le obbligazioni sociali nei tipi in cui ciò è previsto, e, per altro verso, dalla qualificazione dei soci in termini di *residual claimants*. Così, i soci avrebbero tutto l'interesse a promuovere iniziative altamente rischiose, nella consapevolezza di far ricadere le eventuali (ma probabili) conseguenze negative sui creditori, oramai qualificabili come i veri e i soli finanziatori dell'attività. In generale, tale ricostruzione riscuote consensi diffusi, se non unanimi in dottrina, sia nazionale che straniera. Nella dottrina italiana cfr., con diverse sfumature, F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss., 38 ss.; L. STANGHELLINI, (nt. 2), 35 ss.; F. BRIZZI, *Proposte concorrenti nel concordato preventivo e governance dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 335 ss., 340 ss.; ID., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, Giappichelli, 2015, 23 ss.; A. ZOPPINI, *Emergenza della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. TOMBARI, Torino, Giappichelli, 2014, 49 ss., 54 ss.; P. AGSTNER, (nt. 3), 2477 ss. Nella dottrina straniera v., tra gli altri, L. LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in 46 *Vand. L. Rev.*, 1993, 1485 ss., 1489; B.E. ADLER, *Re-examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives*, in 62 *U. Chi. L. Rev.*, 1995, 575 ss., 590 ss.; R.K.S. RAO, D.S. SOKOLOW, D. WHITE, *Fiduciary Duty a la Lyonnais: An Economic Perspective on Corporate Governance in a Financially-Distressed Firm*, in 22 *J. Corp. L.*, 1996, 53 ss., 72 ss.; A. KEAY, *The Director's Duty to Take into Account the Interests of Company Creditors: when is it triggered?*, in 25 *Melb. U. L. Rev.*, 2001, 315 ss., 317 ss.

⁴ Il riferimento è, ovviamente, alla pronuncia resa nel caso *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, No. Civ. A 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991), *Delaware Journal of Corp. Law*, vol. 17, 1992, 1099 ss., reperibile in internet al seguente indirizzo: www.corpgov.law.harvard.edu. L'orientamento espresso da tale sentenza, secondo il quale gli amministratori di società in crisi avrebbero un dovere "fiduciario" non solo verso i soci, ma anche verso soggetti terzi, ivi inclusi i creditori sociali, è stato superato, da ultimo, dalla pronuncia resa nel caso *Quadrant Structured Products Company Ltd v. Vertin Laster*, 102, 2014 (Del. Ch), annotata da G. SANDRELLI, *Orientamenti della giurisprudenza del Delaware in tema di doveri degli amministratori verso i creditori di società insolvente*, in *Riv. soc.*, 2014, 1445 ss.

⁵ V. sul punto, L. STANGHELLINI, (nt. 2), 40 ss. Nel senso dell'inversione, in caso di crisi, degli interessi che andrebbero promossi rispetto a quelli che andrebbero semplicemente protetti dagli

partire dal momento in cui si manifestano situazioni di pre-insolvenza, diverrebbero obbligati a perseguire una strategia gestoria che tenga in debito conto anche l'interesse dei creditori a non veder pregiudicate ingiustamente le proprie ragioni.

Il problema sotto questo profilo diviene, pertanto, quello di individuare quale sia, a diritto vigente, il livello di pervasività che l'interesse dei creditori assume rispetto ai doveri gestori degli amministratori e come tale interesse si traduca nelle regole sulla distribuzione delle competenze in fase di accesso al concordato.

2. La disciplina di cui all'art. 120-bis c.c.i.i. e i suoi rapporti con la direttiva restructuring.

L'art. 120-bis, primo comma, c.c.i.i. conferma (rispetto alla previgente disciplina contenuta nell'art. 152 l. fall., richiamato dall'art. 161, quarto comma l. fall.⁶) la competenza degli amministratori in ordine alla scelta di accedere al concordato e alla definizione del contenuto della proposta e dei termini del piano. La

amministratori v. R. SACCHI, (nt. 1), 320; G. FERRI jr, *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, (nt. 3), 95 ss., 105; nel senso che l'interesse da promuovere sarebbe quello dei creditori c.d. *non adjusting* F. DENOZZA, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa*, a cura di A. JORIO, Atti del Convegno, Torino, 8 e 9 aprile 2011, Milano, Giuffrè, 2012, 181 ss., 186; nella letteratura straniera v., tra gli altri, D. BAIRD, T.H. JACKSON, *Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule*, in *55 U. Chicago L. Rev.*, 1988, 738 ss., 762; P. DAVIES, (nt. 3), 301 ss. Nel senso, invece, della necessità di individuare un punto di equilibrio tra gli interessi dei soci e quelli dei creditori, escludendo la sostituzione dell'interesse dei primi con quello dei secondi, F. BRIZZI, *Proposte concorrenti*, (nt. 3), 347 ss.; similmente F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, 1114 ss., 1122 ss.; v. ora, in questa prospettiva, nel senso che il dovere gestorio nei confronti dei creditori abbia natura "mediata" e non esclusiva, ossia nel senso che esso sia rivolto direttamente solo verso la società complessivamente considerata ed indirettamente verso i titolari di pretese sul patrimonio della stessa (creditori e soci), *United Kingdom Supreme Court, 5 ottobre 2022 – BTI 2014 LLC v Sequana SA and others*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, 615 ss., con nota di A. SANTONI, *Doveri degli amministratori e interessi dei creditori nelle società in crisi: spunti da una recente decisione della UK Supreme Court*, 619 ss. Su quest'ultimo punto v. l'approfondimento di I. DONATI, *La gestione non conservativa delle società con patrimonio insufficiente*, in *Riv. soc.*, 2021, 796 ss.

⁶ Il testo della nuova norma fa però riferimento alle società in generale senza riprendere la distinzione che l'art. 152 l. fall. faceva fra società di capitali e società di persone. Vale la pena qui segnalare che nelle società di persone un qualche recupero di competenze decisionali da parte dei soci potrebbe derivare dall'applicazione dell'art. 2257, terzo comma c.c., il quale in caso di amministrazione disgiuntiva ed insorgenza di un conflitto fra soci amministratori (nello scenario che qui rileva in merito alla presentazione di una domanda di accesso al concordato) rimette alla maggioranza dei soci (calcolata per quote di interesse) il potere di decidere sull'opposizione proposta e, così, di risolvere il conflitto. V. però O. CAGNASSO, (nt. 1), 241, secondo il quale l'art. 120-bis c.c.i.i. imporrebbe di ritenere inoperante il sistema di amministrazione disgiuntiva. Analogamente v. O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, (nt. 1), 985.

stessa disposizione sopprime, invece, la possibilità di deroga statutaria alla regola della competenza degli amministratori in favore dell'assemblea.

Con il comma quarto dell'art. 120-*bis* si prevede poi l'inefficacia della revoca degli amministratori in assenza di giusta causa per il periodo intercorrente fra l'iscrizione nel registro delle imprese della decisione di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e l'omologazione dell'accordo, precisandosi che non integra giusta causa l'avvenuta presentazione della domanda di accesso in presenza delle condizioni di legge⁷.

Il comma terzo dell'art. 120-*bis* introduce un'altra novità, in quanto impone agli amministratori⁸ di informare i soci dell'«avvenuta decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza» e di «riferire periodicamente sul suo andamento»⁹.

⁷ Sul punto cfr. Trib. L'Aquila, sez. impr., 18 aprile 2023, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.ilcaso.it. Tale provvedimento, ancorché specificamente riferito ad una fattispecie di revoca degli amministratori nell'ambito di una procedura di regolazione della crisi di una società *in house*, fornisce delle indicazioni che parrebbero valere anche nel caso di società non *in house*, nella misura in cui ricostruisce in via generale la nozione rilevante di giusta causa di revoca ex art. 120-*bis*, quarto comma, c.c.i.i. e chiarisce la natura del controllo giudiziale sulla presenza o meno della stessa. Per un commento al citato decreto v. E. CODAZZI, *Accesso agli strumenti di regolazione della crisi e revoca degli amministratori di società in house: un'applicazione dell'art. 120-bis, comma 4, CCII*, in *Società*, 2023, 1100 s. e F. VIOLA, *Accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e revoca degli amministratori di società in house*, di prossima pubblicazione in *Dir. fall.*, 2024.

⁸ La norma pecca di genericità nella definizione della fattispecie, in quanto (i) non chiarisce se l'obbligo scatti dopo l'assunzione della decisione ma prima dell'iscrizione nel registro delle imprese oppure direttamente dopo l'iscrizione nel registro delle imprese e (ii) nulla specifica in merito alla periodicità dell'informazione e alla natura del suo veicolo: sul punto cfr. quanto osservato da A. ROSSI, (nt. 1), 4-5.

⁹ Vale la pena osservare che la norma parrebbe fare riferimento, quantomeno data la sua formulazione letterale, ad un'informativa in favore dei soci avente ad oggetto non i contenuti del piano, ma esclusivamente l'avvenuta decisione di accedere al concordato, nonché i progressi e lo svolgimento della procedura, sotto un profilo prettamente procedimentale. Tuttavia, se un qualche significato sostanziale si vuole attribuire al diritto di periodica informazione/monitoraggio sullo sviluppo della procedura, anche ai fini dell'esercizio dei poteri la cui attivazione è rimessa ai soci (ad esempio la presentazione di proposte concorrenti), nonché dell'esercizio del diritto di voto sulla proposta, non può non ritenersi che l'informativa abbia ad oggetto i dettagli del piano sottostante alla proposta elaborata dagli amministratori [v., infatti, in questo senso P.M. SANFILIPPO, (nt. 1), 503 s.]. È da ritenere, in ogni caso, che i soci abbiano il diritto di chiedere al commissario giudiziale, al pari dei creditori ai sensi degli artt. 165, terzo comma, l. fall. e 92, terzo comma, c.c.i.i., tutte le informazioni utili per la presentazione di proposte concorrenti, tra le quali, allora, anche i dettagli della proposta principale e del relativo piano. In questo senso cfr. A. ROSSI, (nt. 1), 19; S. AMBROSINI, *Il codice della crisi dopo il D.lgs. n. 83/2022: brevi appunti su nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una notazione di fondo)*, in *Dir. fall.*, 2022, I, 837 ss., 843; G. SCOGNAMIGLIO, F. VIOLA, *I soci nella ristrutturazione dell'impresa. Prime riflessioni*, in *NDS*, 2022, 1163 ss., 1179, nt. 31. La disposizione in esame parrebbe peraltro aver recepito quanto già affermato dal Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, massima n.

La direttiva *restructuring* non dettava norme specifiche in punto di distribuzione delle competenze interne fra gli organi sociali in merito alla decisione di accedere alle procedure di ristrutturazione preventiva¹⁰.

Essa, per un verso, si limitava a precisare che l'accesso a un quadro di ristrutturazione preventiva fosse consentito esclusivamente su domanda del generico «debitore»¹¹; per altro verso, poneva un obbligo di risultato, compendiato, sia pure con formulazione alquanto generica, nell'art. 12, ai sensi del quale gli Stati membri avrebbero dovuto individuare strumenti idonei ad escludere che ai soci fosse consentito di impedire o ostacolare irragionevolmente l'adozione, l'omologazione e l'attuazione del piano di ristrutturazione.

Il divieto di ostruzionismo, così definito, parrebbe assurgere a principio di vertice e dall'applicabilità "trasversale": esso sembrerebbe, infatti, contemplato come riferibile a ciascuna delle fasi in cui la procedura si articola, a partire da quella di formulazione della proposta, sino a quella dell'esecuzione dell'accordo omologato e reso vincolante per la società e i creditori sociali.

Ciò, tuttavia, non parrebbe dover essere interpretato nel senso che la direttiva imponga agli Stati membri di attuare detto principio necessariamente in ciascuna

58/2015, *Aumento di capitale nel concordato preventivo a seguito del d.l. n. 83 del 2015*, reperibile in: www.consigionotarilefirenze.it, ove si leggeva che «gli amministratori sono ovviamente informati della procedura e dei suoi sviluppi, e direi che se non informano i soci sono loro a violare degli obblighi nei confronti di questi». Ciò quantomeno qualora l'obbligo informativo cui la massima notarile faceva riferimento dovesse intendersi quale obbligo di natura non preventiva rispetto alla decisione di accesso al concordato.

¹⁰ Anzi, a tal riguardo cfr. il considerando n. 71, ai sensi del quale «la presente direttiva dovrebbe lasciare impregiudicate le norme nazionali degli Stati membri relative ai processi decisionali all'interno di una società».

¹¹ Cfr. l'art. 4, settimo paragrafo. La stessa direttiva lasciava poi agli Stati membri la scelta di intendere per debitore gli amministratori della società ovvero i soci (cfr. il considerando n. 53).

L'ottavo paragrafo del citato art. 4 non introduceva, a dispetto dell'apparenza, alcuna possibilità di derogare alla regola, in quanto, pur consentendo agli Stati membri di prevedere che il quadro di ristrutturazione preventiva fosse accessibile anche su domanda dei creditori (non specificando però se di singoli creditori o di una percentuale qualificata di essi) o dei rappresentanti dei lavoratori, richiedeva sempre il consenso del debitore (almeno nei casi in cui quest'ultimo fosse stato una piccola o media impresa). Critici nei confronti di questa scelta, per via dei disincentivi che si sarebbero creati rispetto all'emersione anticipata della crisi si mostravano P. VELLA, *I quadri di ristrutturazione preventiva nella Direttiva UE 2019/1023 e nel diritto nazionale*, in *Fallimento*, 2020, 1033 ss., 1036; F. MAROTTA, *L'armonizzazione europea delle discipline nazionali in materia di insolvenza: la nuova direttiva europea riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.ilcaso.it, articolo del 17 aprile 2019, 1 ss., 5 ss., 12; S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2019/1023*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 1259 ss., 1281. Secondo la ricostruzione della direttiva qui proposta, l'art. 9, primo paragrafo, secondo comma dovrebbe essere inteso come riferito alle proposte concorrenti, mentre alla proposta in via principale sarebbe dedicato il citato art. 4, paragrafi settimo e ottavo.

delle menzionate fasi. Al contrario, anche in ossequio all'approccio di armonizzazione minima adottato dal legislatore europeo, sembrerebbe sufficiente che ciascun ordinamento definisca un assetto di obblighi, poteri e diritti dei soggetti coinvolti, tale da evitare che – complessivamente – ai soci, per un verso, sia attribuito un potere bloccante dell'iniziativa di ristrutturazione e, per altro verso, sia dato l'incentivo ad utilizzare tale potere.

Peraltro, l'art. 12 della direttiva vieta solo l'ostruzionismo concretamente "irragionevole" e precisa, al comma terzo, che gli Stati membri possono definire l'irragionevolezza in modo diverso in funzione, tra l'altro (i) della qualificazione della società come PMI o meno, (ii) della natura delle misure contemplate nel piano e, quindi, anche del loro grado di incisione sui diritti dei soci, (iii) del "tipo" di soci. Emerge, dunque, un concetto elastico e flessibile di ostruzionismo, suscettibile di essere eventualmente modulato diversamente in ragione degli elementi sopra ricordati.

Ora, l'ordinamento italiano sembra invece aver optato per il recepimento del principio del divieto di ostruzionismo in ogni momento della procedura concordataria ed in modo alquanto rigido.

Parrebbe darne conferma la Relazione illustrativa allo schema di d.lgs. di attuazione della direttiva, la quale riporta che, ai sensi della nuova disciplina, pur mantenendo i soci un diritto di informativa sull'avvio e sull'andamento della ristrutturazione, essi non hanno la possibilità di ostacolare «anche solo una delle [...] fasi [della ristrutturazione]», non potendo anzitutto revocare gli amministratori (se non per giusta causa) né contribuire in alcun modo a definire direttamente i contenuti del piano¹².

¹² Cfr. la Relazione Illustrativa allo schema di d.lgs. di attuazione della direttiva, resa nota nel mese di giugno 2022, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.dirittodellacrisi.it (di seguito, nel testo e in nota, la Relazione illustrativa), 74. Nel senso che l'art. 120-bis è coerente con l'art. 12 della direttiva v. anche il Parere del Consiglio di Stato sullo Schema di d.lgs. di attuazione della direttiva espresso nella adunanza della commissione speciale del 1° aprile 2022, Numero Affare 00359/2022, 129 ss. Cfr. altresì A. NIGRO, (nt. 1), 5, il quale osserva criticamente che l'aver il legislatore italiano previsto il classamento dei soci ha fatto automaticamente venir meno l'esigenza di individuare altre misure per combattere l'ostruzionismo dei soci, pur previste dal nostro ordinamento dall'art. 120-bis c.c.i.i. sul presupposto, allora, che la disciplina di cui a tale articolo, sia stata pensata come funzionale al superamento dell'ostruzionismo. V. anche M. SPADARO, (nt. 1), 112, il quale ritiene l'attribuzione agli amministratori di ogni potere decisionale in ordine al contenuto del piano e della proposta frutto del necessario adeguamento del legislatore nazionale alla direttiva *restructuring*, nella parte in cui prevedeva il principio del divieto di ostruzionismo dei soci rispetto alla ristrutturazione dell'impresa. Cfr., di recente, nel senso che (tra gli altri) l'art. 120-bis c.c.i.i. sia spiegabile, nell'ottica del legislatore, con l'esigenza di eliminare il rischio di ostruzionismo dei soci, F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative*, in *Riv. soc.*, 2022, 1274; Analogamente O. CAGNASSO, *L'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società: la posizione degli amministratori*, reperibile in www.dirittodellacrisi.it, articolo del 1° febbraio 2023, 4; O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, (nt. 1), 983; G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, (nt. 1), 190.

Nella fase di pendenza del concordato, invece, lo strumento prescelto per il superamento di eventuali condotte ostruzionistiche è quello del *cross-class cram-down*, che va letto in connessione con l'attribuzione ai soci del diritto di voto sul piano.

La scelta di attuare il divieto di ostruzionismo in ciascuna fase della procedura e con le specifiche tecniche utilizzate dal legislatore italiano non parrebbe – di per sé – in contrasto con il diritto dell'UE, sebbene, come si avrà modo di approfondire, potrebbe apparire non del tutto desiderabile, anche alla luce delle alternative concrete che la direttiva stessa offriva sul punto.

3. Il rapporto fra l'assetto delineato dal c.c.i.i. e le esigenze sostanziali ed oggettive sottostanti alla ristrutturazione.

La disciplina racchiusa nell'art. 120-*bis* c.c.i.i. parrebbe essere stata pensata essenzialmente come funzionale alla conservazione del valore residuo dell'impresa e alla prevenzione di eventuali danni in grado impattare sull'ammontare della provvista complessivamente disponibile e, per l'effetto, sul livello di soddisfazione di tutti i soggetti coinvolti¹³.

D'altra parte, però, potrebbe anche darsi che l'assegnazione di una competenza esclusiva agli amministratori abbia l'effetto di disincentivare a monte la concessione del credito alle imprese o di inasprire le relative condizioni. Ciò in quanto i potenziali finanziatori, sulle cui scelte iniziali incidono, evidentemente, le prospettive di recupero del credito in caso di *default*, nonché, più in generale, l'assetto della disciplina sulla gestione della crisi dell'impresa, potrebbero essere indotti a temere un sistema che continua ad assegnare importanti competenze a quei medesimi titolari dell'ufficio di amministrazione che hanno condotto l'impresa in una situazione di crisi¹⁴.

¹³ L'art. 120-*bis* prevede infatti misure che, incidendo sul profilo della reattività e della celerità, attuano l'obbligo del debitore, sancito dall'art. 4, secondo comma, lett. b), c.c.i.i. di definire rapidamente lo strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza prescelto, anche al fine di non pregiudicare i diritti dei creditori. Ritiene che la scelta di riservare in via esclusiva agli amministratori la competenza esclusiva sulla decisione di accedere al concordato e sulla definizione dei contenuti del piano sia coerente con quanto previsto all'art. 2086, secondo comma, c.c., [il quale esprime il medesimo principio di cui all'art. 4, secondo comma, lett. b), c.c.i.i.], A. ROSSI, (nt. 1), 3 ss. Analogamente v. O. CAGNASSO, (nt. 12), 7; B. INZITARI, *Le mobili frontiere della responsabilità patrimoniale: distribuzione del valore tra creditori e soci nel concordato in continuità secondo la negoziabilità concorsuale del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 470.

¹⁴ Sul rapporto fra costo del credito e disciplina concorsuale cfr., nella letteratura statunitense, A. SCHWARTZ, *A Normative Theory of Business Bankruptcy*, in 91 *Va. L. Rev.*, 2005, 1199 ss., 1203 ss., ID., *The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy*, in 72 *Wash. U. L. Rev.*, 1994, 1213 ss., 1221 ss.; L.A. BEBCHUK, *Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy*, in 57 *J. Fin.*, 2002, 445 ss., 453.

Si noti, peraltro, che il tema dell'aumento dei tassi d'interesse costituisce uno dei principali pun-

Problemi ancora maggiori solleva il profilo della conflittualità endo-societaria¹⁵, che parrebbe, invero, per certi versi incentivata dalla disciplina di recente riformata.

A tal proposito può osservarsi che l'art. 120-*quater* c.c.i.i. (che individua le condizioni per l'omologazione del concordato, in sede di *cross-class cram-down*, in caso di dissenso di una o più classi di creditori) consente ai soci di appropriarsi di una porzione del «valore risultante dalla ristrutturazione», purché venga rispettata la condizione della “decrescenza del soddisfacimento” descritta dalla menzionata disposizione¹⁶.

ti attorno a cui si snoda il dibattito sulle regole di priorità. In particolare, i sostenitori della regola di priorità assoluta (eventualmente temperata da specifiche eccezioni) ritengono che tale assetto distributivo sia quello maggiormente idoneo a massimizzare il soddisfacimento dei creditori e, per l'effetto, a ridurre il livello dei tassi d'interesse (v. ad esempio G. BALLERINI, *The priorities dilemma in the EU preventive restructuring directive: absolute or relative priority rule?*, in *Int. Insolv. Rev.*, 2020, 1 ss., 6-7). A tal proposito vale la pena osservare, sviluppando le implicazioni di quelle tesi, che l'esigenza di controllare l'aumento dei tassi si pone a maggior ragione in un sistema che come il nostro ha scelto di adottare, come regola di *default* operante anche nel rapporto fra soci e creditori, la *relative priority rule* in senso europeo.

L'argomento secondo cui l'esclusiva competenza degli amministratori sarebbe non desiderabile in quanto essi avrebbero dato mostra di non saper gestire la società è (parzialmente) criticato da F. BRIOLINI, *I conflitti tra amministratori e soci in sede di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Prime riflessioni*, in *NDS*, 2023, 5 ss., nt. 18, il quale ritiene che esso possa valere esclusivamente per quei tipi societari nei quali vige il principio di esclusiva competenza degli amministratori in punto di gestione.

¹⁵ Vale la pena qui rammentare che l'esigenza di evitare tale conflittualità risulta particolarmente sentita sia dal legislatore europeo che da quello nazionale. In questo senso sembrerebbero deporre: (i) il richiamo che il considerando n. 10 della direttiva fa all'esigenza di garantire un dialogo fra i diversi portatori di interessi nel contesto delle operazioni di ristrutturazione; (ii) il dovere di leale collaborazione fra creditori e debitore nell'ambito degli strumenti di regolazione della crisi, sancito dall'art. 4, quarto comma, c.c.i.i.; (iii) l'istituto del classamento facoltativo dei soci previsto dall'art. 120-*ter* c.c.i.i., almeno qualora lo si voglia intendere come funzionale, per un verso, alla raccolta in modo agevole del consenso dei soci favorevoli al piano, e, per altro verso, alla individuazione, anche ai fini meramente conoscitivi, di quali sono i soci non incisi contrari all'adozione del piano: il tutto, evidentemente, in un'ottica volta a garantire dialogo e trasparenza.

Va in ogni caso ricordato che è oggi esplicitamente previsto un obbligo informativo gravante sugli amministratori ed in favore dei soci, il che potrebbe di per sé mitigare il rischio delle menzionate conflittualità. È anche vero, tuttavia, che si tratta di un obbligo che non parrebbe funzionale alla sollecitazione del coinvolgimento dei soci in una prospettiva “costruttiva” rispetto all'elaborazione piano, ma, al contrario, strumentale all'attivazione di poteri di reazione dei soci dinanzi alla proposta di un trattamento concordatario non soddisfacente [e v., infatti, A. NIGRO, (nt. 1), 8, il quale osserva che l'informativa è funzionale allo stimolo di una reazione da parte dei soci, o sotto forma di “contromossa” per mezzo di una proposta concorrente, o sotto forma di impugnazione della decisione degli amministratori ex art. 2388, quarto comma c.c.; v. anche M. CAMPOBASSO, *La posizione dei soci nel concordato preventivo della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 166 s., il quale osserva che i soci sono considerati dal c.c.i.i. esclusivamente in una prospettiva *ex latere creditoris*].

¹⁶ Per una illustrazione di questa regola sia consentito il rinvio a G. SCOGNAMIGLIO, F. VIOLA, (nt. 9), 1196 e nt. 82. V. sul punto anche A. ROSSI, (nt. 1), 12 ss.

A prescindere dalle diverse questioni che la norma solleva sul piano puramente distributivo, per quanto qui rileva non parrebbe che la percezione di una quota del valore costituisca un diritto, né che si possa parlare di “proprietà” del plusvalore concordatario in capo al socio, essendo essa costruita, piuttosto, alla stregua di un’aspettativa di fatto, sia pure meritevole di protezione giuridica¹⁷.

Ora, se da un lato è riconosciuta ai soci la possibilità di partecipare alla distribuzione del valore risultante dalla ristrutturazione, il fatto che essi non vantino alcun diritto in tal senso potrebbe far ipotizzare un aumento del rischio – già di per se immaginabile atteso che gli stessi non hanno alcun significativo potere deliberativo o “reattivo”¹⁸ in relazione alle operazioni incidenti sui loro diritti – che si generino aspre conflittualità fra i soci (“scontenti” delle previsioni del piano) e gli amministratori, a loro volta potenzialmente idonee a favorire atteggiamenti ostruzionistici dei primi verso le scelte effettuate dai secondi¹⁹.

Tali conflittualità potrebbero sfociare in condotte di disturbo da parte dei soci, ad esempio mediante il sistematico voto negativo sulla proposta, la proposizione di opposizioni all’omologazione, la revoca degli amministratori in assenza di giusta causa quando essa diviene nuovamente possibile (ossia a valle dell’omologazione e sempreché i soci non siano stati del tutto estromessi dalla compagine

¹⁷ Cfr. le osservazioni di L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *RDS*, 2020, 295 ss., 303 il quale riteneva che non si potesse parlare di “proprietà” sul plusvalore e discorreva, invece, di «diritto patrimoniale al plusvalore». Da ciò forse sembrerebbe doversi ricavare che secondo tale a. il plusvalore sia l’oggetto di un vero e proprio diritto soggettivo del socio. Tuttavia, la contrapposizione che lo stesso a. evidenziava fra «diritto al plusvalore latente» e «pretesa sul surplus da ristrutturazione», nonché la più generale impostazione del suo lavoro, inducono a ritenere che egli non concepisca il valore eccedente rispetto al valore di liquidazione come oggetto di un diritto azionabile da parte del socio (e v. infatti la posizione espressa da ultimo in *Il governo della società fra codice civile e codice della crisi*, in *AGE*, 2023, 19 ss., 61). V. sul punto quanto osservato con maggior grado di approfondimento rispetto al presente lavoro da G. SCOGNAMIGLIO, F. VIOLA, (nt. 9), 1204 ss.

¹⁸ Vale la pena infatti ricordare che (i) il diritto di recesso (peraltro sospeso sino all’attuazione del piano, quanto meno in relazione alle operazioni menzionate all’art. 116 c.c.i.i.) appare uno strumento debole, che spesso finisce per non attribuire significativi valori ai soci o che rischia di innescare complessi contenziosi sul valore della partecipazione da liquidare [v. F. GUERRERA, (nt. 12), 1286]; (ii) la deliberazione di scioglimento anticipato della società (sempreché reputata di per se non incompatibile con il principio del divieto di ostruzionismo) rischia anch’essa di attribuire valori trascurabili ai soci e costituisce in ogni caso uno strumento con effetti disgregativi del complesso produttivo, idoneo a sopprimere le prospettive di reddito futuro per i soci; (iii) la revoca degli amministratori – ancorché strumento utile per reagire ad un accesso abusivo alla procedura: v. P.M. SANFILIPPO, (nt. 1), 511 s. – deve superare il vaglio giudiziale sulla presenza della giusta causa ex art. 120-bis, quarto comma, c.c.i.i.; (iv) la presentazione delle proposte concorrenti è riservata esclusivamente ai soci che detengano il 10% del capitale ed in ogni caso implica costi che non sempre gli stessi, soprattutto nel caso di PMI, sono in grado di sostenere.

¹⁹ Sulla conflittualità generata dall’accentramento in capo agli amministratori di ogni potere in ordine al contenuto di un piano riorganizzativo v. F. GUERRERA, (nt. 12), 1283 s.

sociale). Ma soprattutto tale tensione inter-organica potrebbe condurre i soci a ridurre drasticamente ciò che l'art. 120-*quater* c.c.i.i. definisce come «valore [...] apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le imprese minori, anche in altra forma»²⁰.

4. Il bilanciamento degli interessi di soci e creditori nella nuova disciplina.

L'accentramento nelle mani dell'organo amministrativo della competenza in ordine alla decisione sull'accesso al concordato, se letto congiuntamente con la disciplina della posizione dei soci in pendenza di procedura, potrebbe spiegarsi come conseguenza delle menzionate teorie che argomentano il mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori di società in crisi, a causa degli incentivi a condotte di *moral hazard* a cui essi e i soci sarebbero soggetti²¹.

Ora, non può non condividersi l'impostazione che, in situazioni di crisi, valorizza l'interesse dei creditori rispetto all'ipotesi di società *in bonis* e attribuisce agli amministratori il compito di orientare la gestione in funzione dell'interesse prevalente. Ciò, tuttavia, non equivale a ritenere che in prossimità dell'ingresso in concordato si realizzi un completo sovvertimento degli equilibri preesistenti, né una totale sostituzione dell'interesse dei creditori a quello dei soci²². Allo stesso

²⁰ È evidente che tale valore apportato dai soci ha ragione di esistere nel concordato con continuità (tendenzialmente diretta) ed è particolarmente importante e meritevole di essere favorito nelle ipotesi di imprese di minori dimensioni, o comunque nelle quali il ruolo di certi soci è essenziale ai fini dell'attività d'impresa esercitata dalla società. Non a caso, il legislatore ha opportunamente ampliato lo spettro di ipotesi che integrano l'"apporto" rilevante ai fini dell'art. 120-*quater* c.c.i.i. nelle imprese "minori", così da farvi rientrare, ad esempio, la prestazione di attività lavorativa, di servizi, il godimento di un bene materiale, l'apporto di conoscenze, *know-how*, informazioni, relazioni commerciali, reputazione personale, ecc. È altresì evidente che lo stesso apporto andrà anzitutto a vantaggio dei creditori e poi, indirettamente, anche dei soci, che hanno la possibilità di veder incrementato il valore della propria partecipazione anche per effetto dello sforzo da essi profuso per il successo del piano. Evidenzia il rapporto di proporzionalità diretta fra contributo dei soci al successo del piano e valore delle partecipazioni sociali A. ROSSI, (nt. 1), 11.

²¹ E v., infatti, quanto osservato da A. ROSSI, (nt. 1), 8; v. anche M. CAMPOBASSO, (nt. 15), 169. Cfr. però G. FERRI jr, *Poteri e responsabilità degli amministratori nel concordato preventivo delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 19 s., secondo il quale l'attribuzione della competenza esclusiva in punto di accesso in capo agli amministratori non dimostrerebbe che l'interesse sulla base del quale essi devono operare sia quello dei creditori; al contrario, il fatto che il concordato possa essere avviato solo su iniziativa del debitore e non dei creditori deporrebbe nel senso che l'interesse da perseguire sia appunto quello del debitore, ossia, nell'impresa societaria, quello dei soci. A ben vedere, la legittimazione esclusiva del debitore parrebbe riconducibile essenzialmente alla circostanza per cui soltanto esso (e, più nello specifico, gli amministratori della società) è ritenuto in possesso di informazioni sufficienti per poter consapevolmente decidere di attivare un percorso di regolazione di una situazione (anche) di mera crisi [c v. L. STANGHELLINI, (nt. 2), 134 ss.].

²² Cfr., al tal proposito, A. NIGRO, (nt. 1), 7, il quale osserva che nella scelta se inserire nel piano

modo, da quanto sin qui osservato non sembrerebbe doversi ricavare che non sia possibile mitigare, anche in considerazione di argomenti sistematici, la rigidità del sistema delineato dall'art. 120-*bis*, c.c.i.i. e che non vi sia spazio per la ricostruzione, in via interpretativa, di talune prerogative amministrative in capo ai soci²³. D'altra parte, che l'ordinamento attribuisca rilievo all'interesse dei soci, pur nella prevalenza sistematica di quello dei creditori, emerge in diverse occasioni²⁴.

una modifica statutaria e quale modifica contemplare, gli amministratori debbano tenere in conto oltre all'interesse dei creditori anche quello dei soci: siffatta rilevanza dell'interesse dei soci sarebbe ricavabile, secondo tale a., dalla conservazione in capo ad essi del potere di revoca per giusta causa degli amministratori, prevista dall'art. 120-*bis*, quarto comma, c.c.i.i. V. anche G. D'ATTORRE, *Scelta dello strumento di gestione della crisi e business judgment rule*, in *AGE*, 2023, 149 ss., 159 s., secondo il quale, fermo l'obbligo per gli amministratori di assicurare l'assenza di pregiudizio per creditori e soci, e anche a non voler ritenere sussistente uno specifico obbligo di perseguire l'interesse di questi ultimi, vi è comunque una facoltà degli amministratori di tenere in adeguata considerazione l'interesse degli stessi.

²³ In senso critico rispetto alla scelta di estromettere i soci dal processo decisionale relativo all'accesso al concordato, sulla base del discutibile presupposto dogmatico secondo cui la società in crisi sarebbe un *asset* nelle mani dei creditori v. F. GUERRERA, (nt. 12), 1277 s. Una suggestione nel senso della possibilità di ipotizzare un qualche margine interpretativo per "correggere" l'art. 120-*bis* parrebbe provenire da A. NIGRO, (nt. 1), 7, il quale rileva una certa contraddittorietà fra la logica sottesa all'art. 120-*quater* c.c.i.i. (che cerca di incentivare la partecipazione attiva dei soci alla ristrutturazione, offrendo loro la possibilità di ricevere una porzione del plusvalore concordatario) e quella sottesa all'art. 120-*bis* c.c.i.i. (che, invece, comprime la possibilità per i soci di intervenire in senso costruttivo rispetto alla formulazione del piano e della proposta).

²⁴ A ben vedere, la direttiva *restructuring* prendeva espressamente in considerazione l'interesse dei soci, nella misura in cui (i) richiedeva al considerando n. 2 che i quadri di ristrutturazione preventiva fossero finalizzati a massimizzare «il valore totale per i creditori, [...] così come per i proprietari e per l'economia nel suo complesso»; (ii) imponeva all'art. 19, lett. a) agli amministratori di tenere debitamente conto, in caso di probabilità di insolvenza, degli «interessi dei creditori, [...] dei detentori di strumenti di capitale e degli altri portatori di interessi». Il considerando n. 71 precisava poi come la direttiva «non intende[sse] stabilire alcuna gerarchia tra le varie parti i cui interessi devono essere tenuti in debita considerazione». In argomento v. L. BENEDETTI, *L'organo gestorio della società in crisi fra interesse dei soci e interessi altri: i principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks e il loro recepimento negli ordinamenti nazionali*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 197.

Nell'ordinamento interno, oltre a quanto osservato a nt. 22, può rilevarsi che lo stesso art. 4, secondo comma, lett. c), c.c.i.i., che impone al debitore, durante le procedure di regolazione della crisi, di gestire il patrimonio o l'impresa nell'interesse dei creditori, individua quest'ultimo come "prevalente" e non come "esclusivo" (il riferimento testuale è peraltro alla fase di pendenza della procedura, dal che potrebbe argomentarsi che in fase di accesso l'interesse dei creditori non assurga neppure ad interesse prioritario); inoltre in questa prospettiva potrebbe rilevare la già ricordata possibilità che la proposta concordataria in continuità assegni una parte del valore ai soci pur in difetto di soddisfacimento integrale dei creditori; ulteriore elemento idoneo a confermare la persistente rilevanza dell'interesse dei soci sembra essere il riconoscimento, ad opera dell'art. 120-*bis*, quinto comma, c.c.i.i., della legittimazione dei soci (che rappresentino almeno il dieci per cento del capitale) alla presentazione di proposte concordatarie concorrenti. V. però F. GUERRERA, (nt. 12), 1279,

5. *Se sia doveroso per gli amministratori coinvolgere i soci prima della presentazione della domanda di concordato preventivo in continuità.*

Ci si potrebbe pertanto chiedere se il coinvolgimento dei soci prima della presentazione della domanda di concordato (in continuità)²⁵ possa costituire oggetto di uno specifico obbligo in capo agli amministratori, quanto meno in relazione alle imprese di minori dimensioni²⁶.

Potrebbe (a questo punto delle riflessioni il condizionale è necessario) ipotizzarsi l'esistenza di un obbligo di convocazione dei soci in funzione essenzialmente consultiva (per mezzo di apposita delibera o decisione)²⁷.

secondo il quale la nuova disciplina sulle proposte concorrenti dei soci non consentirebbe di ritenere questi ultimi – in quanto tali – destinatari di una particolare considerazione normativa.

²⁵ Vale la pena osservare come tale coinvolgimento dei soci sia meno giustificabile in relazione a procedure con finalità liquidatorie. In tali casi, infatti, non sussistendo per definizione alcuna esigenza di ristrutturare l'attività, non si dovrebbe neppure porre un tema di incentivo dei soci a contribuire attivamente al risanamento. Inoltre, nelle procedure di stampo liquidatorio, parrebbe esclusa (v. l'art. 84, quarto comma, c.c.i.i.) la possibilità che i soci possano partecipare alla distribuzione del valore dell'impresa in difetto di integrale soddisfacimento dei creditori (almeno con riferimento a componenti attive diverse da risorse "esterne"), il che riduce il rischio di conflitti endo-societari, evidenziati *supra*, nel testo. E v., infatti, nel senso dell'applicazione della APR ai concordati liquidatori G. D'ATTORRE, *Le regole di distribuzione del valore*, in *Fallimento*, 2022, 122; L. STANGHELINI, *Il governo della società*, (nt. 17), 42.

²⁶ Si assume, infatti, che in queste ultime il coinvolgimento dei soci sia più agevole, vista la tendenziale contiguità fra la compagine sociale e l'organo amministrativo. Inoltre, essendo i soci più presenti nella gestione (in via diretta o indiretta) dell'attività, un loro coinvolgimento li potrebbe indurre a contribuire al risanamento in maniera più significativa, anche mediante apporti da effettuarsi «in qualsiasi forma». Per converso, un eventuale mancato loro coinvolgimento rischierebbe di stimolare condotte ostruzionistiche o di disturbo, o, comunque, di disincentivare il loro contributo attivo ai fini del buon esito del piano: il tutto con effetti dirimpenti sulla soddisfazione dei diversi soggetti coinvolti, vista la tendenziale capacità dei soci di queste imprese di impattare in modo significativo sul *business* della società. Inoltre, effettuare distinzioni per le imprese di minori dimensioni consentirebbe di valorizzare la possibilità che l'art. 12 della direttiva offra agli Stati membri, ossia quella di modulare diversamente il requisito della irragionevolezza dell'ostruzionismo in ragione della qualificazione della società come PMI o meno e del "tipo" di soci. Ancorché senza fare specifico riferimento al criterio dimensionale, sollevano perplessità sull'estensione a qualunque tipo societario (e dunque anche a quei tipi ove i soci sono maggiormente presenti nella gestione) del principio di competenza esclusiva degli amministratori in punto di accesso al concordato R. SACCHI, in *Composizione negoziata della crisi*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 355 s e F. BRIOLINI, (nt. 14), nt. 18.

Un maggior coinvolgimento dei soci potrebbe apparire utile e giustificato da esigenze di coerenza del sistema anche in ipotesi ulteriori rispetto alle piccole e medie imprese: quando, ad esempio, la legge impone, quale requisito qualificante di una certa fattispecie societaria, la presenza di specifici assetti che richiedono una maggiore partecipazione dei soci alle decisioni di vertice (quanto accade, ad esempio, per il "controllo analogo" nelle società *in house*).

²⁷ O, quanto meno, argomentarsi la legittimità [ed opportunità: valorizza l'autonomia statutaria alla luce di un quadro normativo «denso di incertezze», anche nel senso qui indicato, P.M. SANFILIPPO, (nt. 1), 508] dell'inserimento all'interno dello statuto di una apposita clausola che attribuisca

ai soci il diritto di informazione preventiva e quello di esprimersi in funzione consultiva: così v. O. CAGNASSO, (nt. 1), 241 e 247; ID., *L'accesso*, (nt. 12), 10; O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICE-
LI, (nt. 1), 984. Ritiene legittima una clausola statutaria che anticipi il momento in cui gli ammini-
stratori sono tenuti ad informare i soci anche F. BRIOLINI, (nt. 14), 19.

Vale anzitutto osservare che l'obbligo di cui si discorre nel testo non parrebbe, di per sé, incompatibile con le norme di recente introduzione. Infatti, che la decisione sull'accesso al concordato (insieme con la definizione dei contenuti del piano) spetti in via esclusiva agli amministratori non implica necessariamente che sugli stessi non possa gravare anche un obbligo di consultazione dei soci. In effetti, la decisione rimarrebbe pur sempre atto degli amministratori e, su questo presupposto, una prospettiva di diligente gestione dell'impresa potrebbe addirittura richiedere un interpellato dei soci, anche alla luce dell'alto livello di incisione sulla loro posizione che le misure contemplabili dal piano di ristrutturazione possono avere. D'altra parte, la procedimentalizzazione del processo decisionale degli amministratori nella delicata fase di accesso al concordato parrebbe particolarmente utile, anche al fine di ponderare con attenzione gli interessi in gioco e proporre una razionale composizione [in questa prospettiva potrebbe allora risultare discutibile nel merito la soluzione adottata da Trib. L'Aquila, sez. impr., 18 aprile 2023, (nt. 7), nella misura tale provvedimento, attribuendo rilievo esclusivo all'art. 120-bis, primo comma, c.c.i.i., secondo il suo tenore letterale, ritiene – utilizzando un'espressione che parrebbe riferirsi a qualsiasi società, sia essa *in house* o non e quale che sia la relativa dimensione – che la decisione di accesso degli amministratori non necessiti di «preventivi confronti, pareri o approvazioni di sorta da parte degli altri organi sociali»]. Ci si rende conto che una soluzione di questo tipo potrebbe avere un impatto negativo sui tempi di reazione a seguito della diagnosi della crisi. Si ritiene, infatti, che sia opportuno ideare degli strumenti per garantire le più agili e rapide forme di consultazione, anche avvalendosi delle tecnologie informatiche, come peraltro la prassi societaria degli ultimi anni dimostra di fare con sempre maggior frequenza. Per una interessante discussione dell'impatto della tecnologia sulle riunioni assembleari v. A.M. LUCIANO, *La riunione assembleare e il diritto d'intervento nella S.p.a. alla luce delle "nuove tecnologie"*, in *Società*, 2023, 137 ss.

In tema di coinvolgimento preventivo dei soci sia l'argomento letterale offerto dall'art. 120-bis c.c.i.i. che l'argomento storico si oppongono ad una ricostruzione che consenta allo statuto di delegare in favore dei soci ed assegnare loro in via stabile la decisione in ordine alla scelta dello strumento di composizione della crisi da adottare nonché la definizione dei contenuti del piano concordatario. Ciò parrebbe implicare anche che, con riferimento alla s.r.l., non potranno prevedersi in materia diritti amministrativi particolari *ex art.* 2468, terzo comma c.c., che abbiano per effetto quello di attribuire ad uno o più soci il potere, in via stabile, di decidere le sorti dell'impresa in crisi. E v., in senso confortante, F. BRIOLINI, (nt. 14), 18.

Invece, non incompatibili con il principio dell'esclusiva competenza degli amministratori parrebbero essere sia il meccanismo dell'autorizzazione *ex art.* 2364, primo comma, n. 5, c.c. nella s.p.a. sia quello della approvazione su devoluzione/avocazione "estemporanea" *ex art.* 2479, primo comma, seconda parte, c.c. nelle s.r.l., qualora si aderisca alla tesi della non vincolatività per gli amministratori della decisione assunta dai soci ai sensi delle menzionate disposizioni. Sulla s.r.l., nel senso della non vincolatività della decisione dei soci cfr., ad esempio, A.M. LEOZAPPA, *Il "socio-risparmiatore" nella società a responsabilità limitata: diritti particolari e decisioni ex art. 2479 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 281 ss., 288 ss.). Cfr. però, nel senso dell'inammissibilità di clausole statutarie attributive di poteri autorizzativi ai soci, O. CAGNASSO, (nt. 1), 241 s; ID., *L'accesso*, (nt. 12), 9-10; O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, (nt. 1), 985; P.M. SANFILIPPO, (nt. 1), 497. Nel senso che gli amministratori possano convocare i soci in funzione informativa e consultiva sulla base di ragioni di opportunità prima dell'accesso al concordato (o che i soci possano chiedere di essere convocati a fini informativi) v. M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Riv. soc.*, 2022, 1256, il quale, tuttavia, esclude la sussistenza di un obbligo di convocazione preventiva.

In questa prospettiva, l'assenza di convocazione dei soci da parte degli amministratori sarebbe da valutare come un fatto o comportamento idoneo ad impattare, in senso negativo, sulla «ritualità della proposta», che il giudice è tenuto a verificare (nel concordato in continuità) nella fase iniziale della procedura, a seguito del deposito dell'atto introduttivo²⁸.

In caso, invece, di avvenuta convocazione, la decisione dei soci contribuirebbe alla formazione della volontà degli amministratori e alla legittimazione del loro potere decisionale, nel contesto di una manifestazione procedimentalizzata della volontà sociale. Essa, d'altra parte, rappresenterebbe uno strumento nelle mani dei soci per indicare agli amministratori le proprie preferenze, anche in relazione al compimento di operazioni (ad esempio fusioni e scissioni) che, ai sensi dell'art. 120-bis, secondo comma, c.c.i.i., sono in grado di incidere profondamente sui loro diritti e sulle quali gli stessi perdono, in pendenza di procedura, ogni specifico potere deliberativo.

L'interpello dei soci, quand'anche lo si consideri come strumento per ottenere, da parte degli stessi, un contributo di natura meramente consultiva, non sarebbe privo di una sua specifica portata giuridica. In vero, l'avvenuta consultazione dei soci obbligherebbe gli amministratori, per il tramite del principio di diligenza nella gestione, a tenere in considerazione il relativo parere e a motivare adeguatamente ogni scelta che dallo stesso di discosti²⁹. Ciò, evidentemente,

²⁸ Cfr. l'art. 47, primo comma, lett. b), c.c.i.i. Altrimenti, potrebbe ipotizzarsi un vizio attinente alla «regolarità della procedura» che, stando al tenore dell'art. 112 c.c.i.i., dovrebbe essere verificata solo in fase di omologazione [c v. in senso confortante quanto osservato, sia pure sulla base di un dato normativo non più attuale, da F. BRIZZI, *Proposte concorrenti*, (nt. 3), 356, il quale riteneva che fosse possibile per i soci contestare la regolarità della procedura, qualora gli amministratori non avessero assolto il dovere informativo (che tale a. riteneva sussistente) nei confronti dei soci]. Ulteriore soluzione (sebbene prospettabile solo in via dubitativa) potrebbe essere quella di ritenere «inammissibile» una proposta avanzata in assenza di previa consultazione dei soci, il che però presupporrebbe di ritenere il mancato coinvolgimento degli stessi come integrante una ipotesi di manifesta inidoneità del piano alla soddisfazione dei creditori, come proposta dal debitore, e alla conservazione dei valori aziendali (art. 47, primo comma, lett. b), c.c.i.i.). Alla mancata convocazione dei soci potrebbe poi conseguire la revoca degli amministratori per giusta causa (o una eventuale loro responsabilità diretta verso i soci, con tuttavia non irrilevanti problemi in termini di individuazione del danno e del nesso causale).

²⁹ V., infatti, nel senso della sussistenza di un obbligo in capo agli amministratori di motivare le decisioni difformi dalle delibere dell'assemblea non aventi forza vincolante, P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate*, a cura di V. CARIELLO, Milano, Giuffrè, 2011, 24 s.; MARCO MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *RDS*, 2014, 155; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379 ter*, Milano, Giuffrè, 2016, 32; P.M. SANFILIPPO, D. ARCIDIACONO, *Il rapporto di amministrazione: costituzione e cause di cessazione*, in *Trattato delle società*, diretto da V. DONATIVI, II, *Società per azioni*, Milano, Wolters Kluwer, 2022, 1809 s. *Contra*, nel senso cioè dell'insussistenza di un siffatto obbligo, V. PINTO, *sub art. 2364 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. ABBADESSA, G.B. PORTALE, Milano, Giuffrè, 2016, 857.

sarebbe idoneo a ripercuotersi sulle dinamiche concrete di un eventuale giudizio di responsabilità degli amministratori (anzitutto verso i singoli soci asseritamente danneggiati)³⁰.

Ora, tale coinvolgimento dei soci *ex latere debitoris* nella fase di programmazione del concordato potrebbe risultare desiderabile per le seguenti ragioni³¹.

In primo luogo, esso potrebbe costituire una forma di mitigazione del rischio di conflittualità endo-societarie che, come precedentemente osservato, l'attuale assetto dei diritti dei soci in concordato parrebbe favorire. Premesso il sistema distributivo accolto dall'ordinamento italiano, sembrerebbe così attuarsi il principio del divieto di ostruzionismo in maniera, per un verso, più intrinsecamente coerente e, per altro verso, rispettosa delle indicazioni europee. Si rinunciarebbe, infatti, ad una sua rigorosa applicazione in ciascuna fase della procedura (che potrebbe avere l'effetto, paradossale, di inasprire conflittualità e tensioni in danno di tutti i soggetti coinvolti) e si conseguirebbe, comunque, il risultato complessivo avuto di mira dal legislatore dell'UE. Quest'ultimo intende solamente contrastare l'ostruzionismo dei soci e non anche la loro partecipazione collaborativa e ragionevole alle decisioni rilevanti della società.

In secondo luogo, il recupero di una qualche forma di coinvolgimento dei soci nella fase di accesso alla procedura varrebbe a bilanciare un sistema che, nella fase di pendenza della stessa, è orientato nel senso dell'erosione delle loro prerogative amministrative³²: il legislatore ha infatti imboccato la strada del classamento

³⁰ Inoltre, quantomeno stando al tenore letterale delle nuove disposizioni, i soci potrebbero giungere alla decisione di revocare gli amministratori, evidentemente in assenza di giusta causa, in quanto fino all'iscrizione della decisione di accesso nel registro delle imprese rimane ferma la disciplina generale: e v. così F. BRIOLINI, (nt. 14), 19 s., il quale individua proprio nella facoltà di revoca *ex art. 2383*, terzo comma, c.c. (in relazione alle società di capitali) un efficace strumento nelle mani dei soci per contrastare "attivamente" l'operato degli amministratori in materia. A tal proposito, potrebbe tuttavia sorgere qualche dubbio circa la compatibilità del potere dei soci di far cessare *ad nutum* l'incarico gestorio, salvo il risarcimento del danno al revocato, con i principi posti dalla direttiva *restructuring* (e in particolare con il principio del divieto di ostruzionismo) quando la revoca sia collegata alla (in quanto segua cronologicamente la) manifestazione dell'intendimento da parte degli amministratori di voler accedere ad uno strumento di regolazione della crisi.

³¹ Oltre agli argomenti di ordine sistematico presentati nel testo, vale la pena rammentare che l'obbligo di convocazione dei soci potrebbe discendere dall'art. 2446, primo comma, c.c. per la s.p.a. e dall'art. 2482-*bis*, commi primo, secondo, e terzo per le s.r.l. Queste disposizioni – che rimangono pienamente applicabili sia prima del deposito della domanda di concordato sia, in virtù dell'art. 89, primo comma, c.c.i.i., in pendenza di procedura – impongono agli amministratori, in caso di perdite rilevanti (ragionevolmente presenti in una situazione di crisi dell'impresa), di convocare l'assemblea per rendere edotti i soci della situazione, nonché per consentire ad essi l'adozione degli "opportuni provvedimenti", fra i quali potrebbe pertanto annoverarsi anche un loro contributo di natura consultiva. Questione ulteriore, che qui può solo accennarsi è quella dell'eventuale applicazione estensiva, per ragioni di carattere sistematico, delle norme appena menzionate al di fuori dell'ipotesi di diminuzione del capitale in conseguenza di perdite gravi.

³² V. però N. MICHELI, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nei processi ristrutturativi dell'impresa*

dei soci e del riconoscimento in capo ad essi del diritto di voto sul piano; ha poi costruito in fase di omologazione – con l’art. 120-*quater* c.c.i.i. (che individua il livello minimo e massimo del loro soddisfacimento), nonché con la scelta di non conferire in alcun caso (neppure nelle PMI³³) al dissenso della classe dei soci un effetto di blocco della ristrutturazione – una tutela dei soci di natura essenzialmente patrimoniale e circoscritta entro limiti ben definiti³⁴, così determinando la loro equiparazione, sotto questo profilo, ai creditori. Ora, l’impostazione adottata, ispirata verosimilmente ad esigenze di “efficienza” della procedura³⁵ e di contrasto ad eventuali comportamenti ostruzionistici, non sembra possa giustificare l’elisione totale dei diritti di partecipazione dei soci a scelte fondamentali, come quella di adire o meno un percorso di ristrutturazione concordataria, né precludere l’individuazione – come qui si propone – “a monte” di uno spazio di dialogo dei soci con gli amministratori, per consentire ai primi di influire, sia pure indirettamente, sull’elaborazione del piano³⁶.

alla luce del d.lgs. n. 83/2022, in *Riv. soc.*, 2022, 865, secondo la quale il depotenziamento dei diritti dei soci nella fase di accesso al concordato sarebbe almeno in parte compensato dal loro coinvolgimento *ex latere creditoris* mediante l’assegnazione di diritto di voto sul piano.

³³ Invece, nell’ordinamento francese come di recente riformato in attuazione della direttiva, in caso di dissenso della classe dei soci nella procedura di *sauvegarde* (sia nella sua forma ordinaria sia in quella *accéléérée*) il giudice può omologare l’accordo solo a condizione che, tra l’altro, la società debitrice superi certe soglie in termini di dipendenti o fatturato [cfr. gli artt. L626-32, I, 5, a) e L628-8, in connessione con la norma “attuativa” di cui all’art. R626-63, Code de Commerce]; ciò sembrerebbe conferire un significativo potere di blocco ai soci delle imprese di minori dimensioni.

³⁴ Cfr. anche. M. CAMPOBASSO, (nt. 15), 174, il quale osserva come la tutela dei soci si realizzi «in termini puramente quantitativo-monetari» (corsivo dell’a.).

³⁵ V. sul punto G. SCOGNAMIGLIO, F. VIOLA, (nt. 9), 1206. Sottolinea i vantaggi (in termini di snellezza e rapidità) derivanti dal diretto collegamento fra provvedimento di omologazione e modificazioni statutarie funzionali alla ristrutturazione R. SACCHI, (nt. 26), 354 s.

³⁶ Altra questione è quella della possibile attribuzione ai soci di diritti amministrativi ulteriori rispetto a quello, esposto nel testo, di intervenire in funzione consultiva nella fase di accesso al concordato. In particolare, l’eventuale riconoscimento di un diritto di impugnativa/opposizione dei soci fondata sulla lesione di prerogative di natura non patrimoniale [pone l’interrogativo se le eventuali tutele attivabili dai soci trovino la loro sede nel giudizio sull’omologa oppure al di fuori della stessa secondo le regole ordinarie, P.M. SANFILIPPO, (nt. 1), 505 s.], oltre a generare taluni problemi di certezza del diritto connessi con il rafforzamento dei poteri dell’autorità giudiziaria, impone di individuare e perimetrare i diritti soggettivi dei soci la cui violazione sia suscettibile di far scattare i menzionati meccanismi di tutela reale. Si tratta di una questione particolarmente complessa sia sul versante teorico che su quello operativo, e che è oggetto di approfondimento in un lavoro monografico in corso di stesura.

Il punto è dibattuto in dottrina. Nello specifico, si mostra cauto nel riconoscere ai soci la legittimazione ad impugnare la delibera consiliare di accesso al concordato in quanto lesiva dei loro diritti O. CAGNASSO, (nt. 12), 12. Cfr. anche la recente posizione di P. BENAZZO, *Gli strumenti di regolazione della crisi delle società e i diritti “corporativi”: che ne resta dei soci?*, reperibile in www.dirittodellacrisi.it, articolo del 4 dicembre 2023, 20 s., il quale esclude, ai fini dell’applicazione dell’art. 2388, quarto comma c.c., che la decisione di accedere ad uno strumento di regolazione

Infine, consentire ai soci di partecipare con un ruolo “costruttivo” alla fase di pianificazione della soluzione della crisi sembrerebbe maggiormente coerente con un bilanciamento degli interessi in gioco che, come già si è osservato, non prevede l’integrale sostituzione dell’interesse dei creditori con quello dei soci, bensì una compresenza dei due interessi, da conciliare sulla base di un rinnovato rapporto reciproco, dettato dal passaggio dell’impresa alla fase di crisi³⁷⁻³⁸.

della crisi possa essere di per sé considerata lesiva dei diritti dei soci, in quanto il piano può, per espressa previsione di legge, incidere (quindi anche in senso peggiorativo) sulla loro posizione. V. però quanto osservato da L. PANZANI, E. LA MARCA, *Impresa vs. soci nella regolazione della crisi. Osservazioni preliminari su alcune principali novità introdotte con l’attuazione della Direttiva Insolvency*, in *NDS*, 2022, 1469 ss., 1508, secondo i quali ai soci dovrebbe essere riconosciuto il diritto di opporsi all’omologazione per “indebita” compressione dei loro diritti; in quest’ultimo senso cfr. altresì M. CAMPOBASSO, (nt. 15), 183, il quale però evidenzia i limiti legati alla concreta applicazione dello strumento dell’opposizione all’omologazione per contrastare la lesione dei diritti di partecipazione dei soci; ritiene i soci legittimati ad impugnare *ex art.* 2388, quarto comma, c.c. la decisione degli amministratori di accedere al concordato A. NIGRO, (nt. 1), 12-13; nello stesso senso cfr. F. GUERRERA, (nt. 12), 1286 ss., il quale tuttavia mostra una certa cautela nell’individuazione delle fattispecie in concreto idonee a legittimare il ricorso a tale rimedio.

³⁷ E si v. a tal proposito il già richiamato art. 19 della direttiva. È appena il caso di osservare come nell’ordinamento tedesco sia stata rimossa dalla versione entrata in vigore dello StaRUG (contenente la disciplina attuativa della direttiva) la previsione invece inserita in una precedente bozza che positivizzava il principio del mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori verso i creditori (v. C.G. PAULUS, *The new German preventive restructuring Framework*, in questa *Rivista*, 2021, 15; ID., *European and Europe’s Efforts for Attractivity as a Restructuring Hub*, in *56 Texas Int. L. J.*, 2021, 105). Da questa scelta si è ricavato, richiamando un orientamento giurisprudenziale (v. W. PRUSKO, D. EHMKE, *Restructuring Lessons from the Covid Pandemic: Bail-Out vs. Market Approach*, in *24 EBOR*, 2023, 221 e nt. 53), che gli amministratori potrebbero essere responsabili verso i soci qualora essi decidano di accedere ad una procedura di regolazione della crisi in assenza di approvazione della scelta da parte dei soci stessi.

³⁸ Potrebbe obiettarsi che i soci hanno in ogni caso il diritto di presentare proposte concorrenti e che se volessero far rilevare un vizio correggibile della proposta principale potrebbero sfruttare proprio una proposta concorrente. Tuttavia, la presentazione di una proposta concorrente non solo presuppone il possesso di una certa soglia di capitale, ma implica costi che sarebbero assenti in caso di consultazione (assembleare o svolta in un’altra forma). Peraltro, potrebbe anche darsi l’ipotesi che i soci presentino una proposta concorrente che non venga poi approvata. In tal caso essi non riuscirebbero in alcun modo ad incidere (neppure indirettamente) sul contenuto del piano approvato e suscettibile di essere eseguito. Né in un caso del genere potrebbero lamentarsi con gli amministratori per aver questi ultimi dato esecuzione alla proposta (asseritamente pregiudizievole per i soci) definitivamente approvata. Nel senso che la previsione delle proposte concorrenti non appaghi ogni esigenza di tutela dei soci i cui interessi sono direttamente lesi dal piano v. L. PANZANI, E. LA MARCA, (nt. 36), 1502. Più in generale, sulle proposte concorrenti dei soci v. V.S. AMBROSIO, *Le proposte concorrenti dei soci*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 1015 ss.

Temì e dibattiti
Comments and analysis

The protection of shareholders in cross-border conversions, mergers, and divisions

La tutela dei soci nelle trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere

Lorenzo Benedetti¹

ABSTRACT:

The article examines the rules about shareholder protection in cross-border extraordinary operations under Directive 2019/2121, which introduces a new harmonized legal framework about this topic. In particular, it focuses on the shareholders' exit right and on the right to dispute the exchange ratio. The work also addresses how the rules of the Directive have been implemented in the Italian, as well as in other European national legal systems and tries to scrutinize their compliance with the EU guidelines.

Il saggio analizza le regole in materia di protezione dei soci nelle operazioni straordinarie transfrontaliere ai sensi della direttiva 2019/2121, così come la loro implementazione nell'ordinamento italiano con spunti relativi anche altri ordinamenti nazionali. Particolare attenzione viene dedicata alla comparazione fra i diversi sistemi giuridici esaminati e alla conformità delle regole nazionali di attuazione rispetto a quelle eurocomunitarie.

TABLE OF CONTENTS:

1. Foreword. – 2. Member risks. – 3. Tools to protect minority members in cross-border operations: the right to exit the company. – 4. The right to dispute the exchange ratio. – 5. Further instruments for member protection.

1. *Foreword.*

One of the aims of Directive 2019/2121, concerning the introduction of com-

¹ Ricercatore di diritto commerciale, Università degli Studi di Pisa; e-mail: lorenzo.benedetti@unipi.it.

mon rules for cross-border conversions, mergers, and divisions and amending Directive 2017/1132, is the protection of the rights of stakeholders (members, creditors, employees: Recitals 4, 5, 6, 17).

The Directive aims to offer the same minimum level of protection to shareholders in all Member States to overcome the barriers to cross-border operations represented by different forms of protection², leading to complexity and legal uncertainty (Recital 17)³. The Directive provides uniform minimum protection in the three cross-border operations for each stakeholder category, except for some specific rules linked to the particular characteristics of the different operations. On the one hand, cross-border conversions do not entail any change in the assets (i.e., estate) and ownership of the converting company's shares. On the other, mergers and divisions result in *i*) changes in assets and members, *ii*) the creation of new entities, as well as *iii*) an indirect change in the applicable *lex societatis* for some of the companies' stakeholders (the ones of companies being merged or divided are subject to the *lex societatis* that governs the acquiring or newly created company if they receive shares in these companies)⁴.

Therefore, the risks and possible conflicts differ in the three cross-border operations. In a conversion, there is no risk of an inadequate valuation of the company's assets. In contrast, this risk may arise in the case of a merger and in the company being divided (since the recipient companies can only be newly created companies in a cross-border division). The incorrect valuation of the merging companies and the company's assets being divided also implies the risk of determining an unfair exchange ratio to the detriment of members given new shareholdings in the companies resulting from the merger or division. Lastly, while a conversion cannot entail the risk of worsening the company's assets and liabilities, this risk may arise in the case of mergers and divisions.

Directive 2019/2121 introduces new instruments for protecting minority members, reflected in various steps of the procedure for the three cross-border opera-

² Harmonization was deemed necessary due to the differences in company laws among the EU Member States: G. KURTULAN, *Minority Shareholder Protection in Cross-Border Mergers: A Must for or an Impediment to the European Single Market?*, in *EBOR*, 2017, 105-106, 113; T. PAPADOPOULOS, *Protection of shareholders in cross-border mergers: the new harmonizes rules*, in *ECFR*, 2021, 985.

³ J. SCHMIDT, *Cross-border Mergers, Divisions and Conversions: Accomplishments and Deficits of the Company Law Package*, in *ECFR*, 2019, 222 ff.; M. LUTTER, W. BAYER, J. SCHMIDT, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*⁶, 2018, Berlin-Boston, De Gruyter, 150; M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, *El derecho de separación de los socios en las operaciones transfronterizas*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2020, 149 ff.

⁴ F. GARCIMARTÍN, *Modificaciones estructurales transfronterizas: la Directiva de movilidad*, 18 December 2019, available on <https://almacenderecho.org/modificaciones-estructurales-transfronterizas-la-directiva-de-movilidad/>; A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas: Una primera aproximación, con particular referencia a la tutela de los socios*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2020; Recital 18 of the Directive.

tions. This is a significant regulatory innovation in EU law compared to Directive 2017/1132: according to this one, national laws could adopt rules protecting minority shareholders (voting against the operation) for cross-border mergers only, (Art. 121.2)⁵. Instead, the new Directive provides for mandatory protection mechanisms for all three operations: a common minimum level of protection is granted. But Member States can strengthen this minimum standard by providing additional rules that protect shareholders⁶.

It can be pointed out that the tools of protection provided by the Directive have a common feature⁷: all these tools result in the form of monetary compensation⁸ and correspond to the trend in the Italian legal system, where conversion, merger, and division shareholder protection became a form of monetary compensation after the 2003 company law reform in lieu of a void claim⁹.

2. Member risks.

Legal scholars have identified three different risks for shareholders associated with cross-border operations.

Firstly, the operation can have a value-destroying effect.

Secondly, the exchange ratio in mergers and divisions may be inadequately determined.

Thirdly, the operation can result in a change of the applicable law¹⁰.

⁵ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 982; European Company Law Experts (ECLE), *The Commission's 2018 Proposal on Cross-Border Mobility – An Assessment*, in *ECFR*, 2019, 209; G. KURTULAN, (nt. 2), 103; C. TEICHMANN, *Restructuring Companies in Europe: A German Perspective*, in *EBLR*, 2004, 1337-1338; E.R. ROELOFS, G.C. VAN ECK, *Ranking the Rules Applicable to Cross-Border Mergers*, in *ECL*, 2011, 17-22.

⁶ Recital 17, whereby Member States should be able to maintain or introduce additional protection rules for members, unless such rules conflict with those provided under the Directive or with the freedom of establishment. This is justified by the fact that the Directive does not pursue full harmonization. This option is challenged by ECLE, (nt. 5), 196. S. also L. BOGGIO, *Libertà di stabilimento delle società*, in *Le società*, a cura di P. MONTALENTI, Torino, Giappichelli, 2022, 93 ff. e M. DI SARLI, M. CAVANNA, *Le operazioni straordinarie transfrontaliere*, *ivi*, 643 ff.

⁷ Shareholders who did not have or exercise the right to exit the company may dispute an exchange ratio they consider inadequate and claim a complementary cash payment only in the case of cross-border mergers and divisions.

⁸ M. WYCKAERT, K. GEENS, *Cross-Border Mergers and Minority Protection: An Open-ended Harmonization*, *European Company Law*, 2008, 292; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 986.

⁹ S. Arts. 2500 *bis*, 2504 *quarter* and 2506 *quarter* Italian Civil Code (c.c.). The monetary compensation in lieu of the voidance of the extraordinary operation was provided by 2003 company law reform to protect the effects of extraordinary operations that are difficult to reverse.

¹⁰ M. WINNER, *Protection of Creditors and Minority Shareholders in Cross-border Transactions*, in *ECFR*, 2019, 62 ff.; E.N. TRULI, *Ex-post analysis of the EU framework in the area of cross-*

The aim of the new Directive is to protect shareholders against such risks.

3. *Tools to protect minority members in cross-border operations: the right to exit the company.*

A. *Rationale and foundations of the right.*

The rules on all three cross-border operations include a provision that protects members (Arts. 86i for conversions, 126a for mergers, 160i for divisions; Recital 18). A common element of the three provisions is the right of members who vote against the operation to exit the company, i.e., to dispose of their shares for adequate cash compensation¹¹.

Although not contained in Directive 2017/1132, a provision on an appraisal or withdrawal right is already present in some European legal systems when an extraordinary operation occurs. Therefore, the Directive merely adopts an instrument for protecting minorities that is already widespread in some national legal systems. For example, in Spain, shareholders are granted the right of *separación* in the case of a cross-border merger under Art. 62 of *LME* and in the case of a transfer abroad of the company's headquarters, according to Art. 99 of *LME*. In Germany, §122i of the Transformation Act provides, in the case of a cross-border merger, that the company resulting from the merger, which is not governed by German law, must offer each member who voted against the operation the possibility to purchase their shareholding for adequate cash compensation¹². Before the Directive's recent implementation, in Italian legal system Art. 2506-*bis*, paragraph 4 of the Italian Civil Code, regulating non-proportional divisions, states that "the draft terms (...) must provide for the right of members not approving the division to have their shareholdings acquired for compensation determined following the criteria laid down for withdrawal, with an indication of who has the purchase obligation". Moreover Art. 2437, paragraph 1) of the Italian Civil Code, provides

border mergers and divisions: European Implementation Assessment, Study, European Parliamentary Research Service (EPRS), available on [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_STU\(2016\)593796](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_STU(2016)593796); V. KNAPP, *Cross border mobility: what do we need in practice?*, in *ERA Forum- Journal of the Academy of European Law*, 2018, 67; S.M. BARTMAN, *10 Years Cross-Border Mergers Directive: Some Observations About EU Border Protection and Minority Exit Rights*, in *European Company Law*, 2017, 214-216.

¹¹ The proposal for the Directive was even clearer as to the content of this right, providing for the option for members to sell their shareholding to the company carrying out the operation, to the shareholders of that company or to third parties in agreement with the company.

¹² M. LUTTER, W. BAYER, J. SCHMIDT, (nt. 3), 22.151 for further references. The right to exit the company in the case of a non-proportional division is laid down in article 9 of the Austrian *Spaltungsgesetz*.

that *i*) conversions, and therefore also cross-border conversions, are a cause for withdrawal as well as the transfer abroad of the company's headquarters. Furthermore, for limited liability companies only, Art. 2473, paragraph 1, of the Italian Civil Code provides that mergers and conversions, therefore also cross-border ones, are a cause for withdrawal. The Italian legal system also included Legislative Decree 108/2008, which implemented the Directive on cross-border mergers¹³. Article 5 of that Decree provided that where the company resulting from the merger was governed by the law of another Member State, the members of the merging Italian company who had not voted in favour of the operation might withdraw from the company¹⁴.

On 2 March 2023, the Legislative Decree n. 19 (hereinafter L.D.) implemented Directive 2019/2021 (hereinafter, the Directive or Dir.) in Italy¹⁵ by providing, concerning shareholders protection, for the repeal of Arts. 2437, paragraph 1.c) and 2473, paragraph 1 – insofar as it allows the withdrawal for the transfer abroad of the company headquarters – and for the introduction of a new Art. 2510-*bis*, under which “the transfer abroad of the headquarter of a company is implemented by a conversion in accordance with the regulation governing cross-border and international conversions”.

Furthermore, Legislative Decree 19/2023 provides that “When the cross-border merger results in a company from another Member State, the shareholders who did not take part in the approval of the draft terms of the merger, without prejudice to other cases for withdrawal provided by law or the articles of association, have the right to withdraw from the Italian company taking part in the merger in accordance with Italian Civil Code” (Art. 25, paragraph 1, L.D.). Such an article also applies to the cross-border conversion and division (where the draft term of the cross-border division provides for an allocation of shares to shareholders in one or more companies of a Member State other than Italy on a proportional basis)¹⁶.

The above mentioned articles demonstrate the similarities between the Italian legal system and those of other Member States, on the one hand, and on the other hand, the similarities between such rules and the ones laid down by the Directive

¹³ Directive 2005/56/EC was replaced by Directive 2017/1132.

¹⁴ S. GILOTTA, *The implementation of the Cross-Border Mergers Directive in Italy: an overview with a critical assessment of dissenting shareholders' appraisal*, 9 May 2019, available on *ssrn.com*, 16; A. SACHINIDOU, *Protection of creditors and minority shareholders in cross-border Mergers*, dissertation, 2020, 33 ff., available on <https://repository.ihu.edu.gr/xmlui/handle/11544/29568>. For an overview of the rules providing for an exit right for shareholders s. R. PAPADIMA, *Appraisal Activism in M&A Deals: Recent Developments in the United States and the EU*, in *European Company Law*, 2015, 188, 188; ECLE, (nt. 4), 210.

¹⁵ The Legislative Decree 19/2023 repeals Legislative Decree 108/2008.

¹⁶ See Art. 9 (for conversion) and Arts. 42 and 44 (for division).

2019/2021 regarding the protection of members in the event of extraordinary operations. These resemblances should facilitate the transposition in the EU Member States of the rule provided by the Directive and the implementation of the harmonization pursued by this one (Recital 17).

That being said, the Directive's (and the Italian Legislative Decree which implements it) true innovation of the previous rules mentioned above consists in extending the application of the shareholders' right of exit to all three transnational operations of the conversion, of the merger and of the division.

Under the Directive, the right to exit the company must be granted at least to those members who, in the event of a conversion, *voted against* the same and who, in the event of a merger or division, in addition to voting against it, received *shares in the company resulting from the merger governed by a national law other than that applicable to their own company*.

As it is clear from Arts. 86i, 126a, and 160i (“at least”) and Recital 18 Dir., the right of exit must be granted to members who voted against the operation. Therefore, the right to exit the company is unavailable to members who did not participate in the general meeting that approved the operation – either personally or through a representative – and to abstainers¹⁷.

However, Member States may also allow further shareholders of the merging companies to withdrawal, in addition to those to whom, by default, the Directive has granted the exit¹⁸. Namely, the Directive provides for a minimum harmonization provision. Consequently, the right to exit the company might also be granted by Member State to shareholders who do not have voting rights. They may be affected by the effects of the transnational operation and, as a consequence, may disagree with it, but they cannot prevent the damage by exercising the right to vote. Therefore, the right of exit represents an alternative tool of protection¹⁹.

The right of exit can also be extended to shareholders who were absent from the general meeting called to approve the operation, abstained, or were unlawfully deprived of their voting rights (passive shareholders)²⁰.

Besides, the proposal for the Directive granted the right to exit the company to all members “who did not vote in favour” of the operation, including shareholders not exercising voting rights. Such a provision thus had a broader scope and allowed a more extensive protection than the one in the final version of the Directive. The latter grants the right to exit the company only to those members who voted against the operation, to restrict it as much as possible and thus reduces the costs associated with its exercise. The final version of the Directive limits the area

¹⁷ M. WINNER, (nt. 10), 69.

¹⁸ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 3), 149 ff.; Recital 18 of the Directive.

¹⁹ V. KNAPP, (nt. 10), 67.

²⁰ M. WINNER, (nt. 10), 69; T. PAPADOUPULOS, (nt. 2), 989.

of application of the right of exit, intending to avoid the obstacle of a cross-border operation represented by giving such a right to many shareholders and the related costs for the company (see below)²¹. However, this might prompt shareholders to vote against the operation so as not to lose the option to exercise their right to exit the company, with the risk of blocking the operation²².

In order to identify company members who have the right of exit, Art. 25 L.D. refers to shareholders who did not take part in approving the operation, i.e., not only those who voted against it but also abstainers and absentees. Therefore, this new article provides a broader application for the right of withdrawal, like the one provided by Art. 2437, paragraph 1, of the Italian Civil Code. In other words, it allows the exit to additional shareholders of the merging companies (or of the company which undergoes a conversion or a division) rather than those to whom the Directive granted the right by default. In this way, the Italian Legislative Decree 19/2023 used the possibility to provide for a broader protection for shareholders allowed by the Directive.

As mentioned above, according to the Directive, the right to exit the company is granted to members who voted against the operation and received shares in a company governed by the law of Member State other than the Member State the law of which was applied to the company before the operation (Arts. 126a, paragraph 1, and 160i, paragraph 1, Dir.). Shareholders of the acquiring company are, therefore, not entitled to exit the company, nor are the members who remain in the company being divided and do not receive shares in any recipient company (Arts. 160d and 160r.2.b), as they are not subject to such a change of law²³. Quite obviously, in the case of a cross-border conversion, the change of the applicable law affects all the members of the converting company, whereby everyone has the right to exit the company. This is probably why the law does not expressly mention the prerequisite for a change in the applicable *lex societatis* in the case of a cross-border conversion²⁴. This prerequisite, on the other hand, is implied in Art. 86b.2 in the definition of that kind of operation.

The rationale of the precondition mentioned above for the right of exit is that this is considered a protection tool against the unpleasant and dangerous situation affecting shareholders who became members in the resulting (acquiring/recipient) company governed by a different law than the ones (of the acquired/divided companies) to which their rights were subjected before the cross-border mer-

²¹ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 3), 149 ff.

²² A. PÉREZ TROYA, (nt. 4).

²³ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 988; M. WINNER, (nt. 10), 68-69; M. WYCKAERT, K. GEENS, (nt. 8), 294. See also: C.G. GERNER-BEUERLE, F.M. MUCCIARELLI, E. SCHUSTER, M. SIEMS, *Cross-border reincorporations in the European Union: the case for comprehensive harmonization*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2018, 1, 36.

²⁴ M. WINNER, (nt. 10), 68.

ger/division²⁵. A change in the *lex societatis*, i.e., in the applicable rules for the company, may lead to an undesirable change in the legal status of minority members (e.g., as regards voting rights, the right to information, the system of company debt liability)²⁶. There are still considerable differences between Member States' laws as regards the tools of protecting minority rights²⁷. Besides, a change in the company's headquarters may lead to more significant difficulties in exercising corporate rights, especially if the company moves to a foreign country. Suffice it to think of the foreign language barriers, the poor and limited knowledge of the foreign legal system, and the limited information on the company's activities due to its headquarters being abroad²⁸. The rationale underlying this provision is that a change in the applicable *lex societatis* cannot be imposed by the majority on the minority against the latter's will²⁹. The right of exit provided by the Directive is grounded on an essential change of the article of incorporation as a consequence of changing the headquarters of the company involved in the cross-border operation. The new *lex societatis* applicable to the shareholders represents an essential modification of the original fundamental conditions of shareholding. The right of exit is a balance between the dissenting shareholder's interest in not being subject to the new *lex societatis* and the company's interest in fulfilling the cross-border operation³⁰.

In any event, regarding the condition mentioned above, it is questionable whether, in the context of a common European market and of an increasingly harmonised company law, such right can be justified by the change in the law applicable to members' rights³¹.

As mentioned, the right of exit is granted to shareholders of the acquired/divided companies, who are subjected to a change of law, but not to shareholders of the acquiring or recipient company, who are not subjected to such a change of law³². However, Member States may broaden the scope of the right of

²⁵ Recital 18.

²⁶ J. PULGAR EZQUERRA, *Transformaciones transfronterizas y Directiva (UE 2019/2121): prevención del fraude y protección de socios y acreedores*, in *Diario La Ley*, 2020, 12; M. WINNER, (nt. 10), 68; S. GILOTTA, (nt. 14), 19.

²⁷ See M. VENTORUZZO, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law*, in *ECFR*, 2007, 60.

²⁸ C. KURTULAN, (nt. 2), 106; T. PAPADOPOULOS, *The Magnitude of EU Fundamental Freedoms: Application of the Freedom of Establishment to the Cross-Border Mergers Directive*, in *EBLR*, 2012, 537; S. GILOTTA, (nt. 14), 21.

²⁹ M. WINNER, (nt. 10), 68; C. KURTULAN, (nt. 2), 101; M. VENTORUZZO, (nt. 27), 47 ff.

³⁰ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 3), 149 ff.

³¹ F. Martínez Sanz-Puetz, *El derecho de separación de los socios en las modificaciones estructurales*, in *Las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, coords. A. Rojo et al., Cizur menor, Thomson Reuters Aranzadi, 2015, 315 ff.; A. PÉREZ TROYA, (nt. 4).

³² M. WINNER, (nt. 10), 68-69; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 987 ff.

exit, for example, by granting it to all members in the case of a merger where the increase in the capital of the acquiring company is such as to result in a significant dilution of shareholdings. As mentioned above the purpose of the Directive is only to establish a standard minimum level of protection³³. Indeed, it should be borne in mind that a cross-border merger may result in adverse effects not only on shareholders subject to the law of another Member State but also on shareholders of the acquiring (resulting) company for whom the applicable law does not change. This is because a cross-border operation, particularly a merger, could modify some of their rights and negatively affect their financial interests. Therefore, more comprehensive shareholder protection seems appropriate to treat both the former and latter category of shareholders equally regarding their entitlement to exercising the right of exit³⁴.

As the Directive, also Legislative Decree 19/2023 provides for the change in the applicable *lex societatis* as a prerequisite of the right of exit for the shareholders of the Italian merging companies and of the Italian company being divided³⁵. However, if the company resulting from the merger is governed by Italian law, Art. 25, paragraph 1, L.D. provides for its shareholders the right of exit under Italian Civil Code. This means the right of exit is granted only to the shareholders of limited liability companies (according to Art. 2473 Italian Civil Code) and not of stock corporations³⁶.

B. Exercise and content of the right of exit.

National law is called upon to determine some issues about the exercise of the right of exit.

Firstly, the time limit for notifying the company of the exit may not exceed one month from the general meeting called to approve the operation (articles 86i.2, 126a.2, 160a.2 Dir.). It is in the interest of the company to know at an early stage the intention of members to dispose of their shares in order to allow it to estimate approximately the necessary costs for the cross-border operation³⁷.

³³ A. PÉREZ TROYA, (nt. 4).

³⁴ J. SCHMIDT, (nt. 3), 222 ff.; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 989, states that Recital 18 of the Preamble focused on a specific category of shareholders of the resulting (acquiring) company with modified rights is a special provision. Moreover, it does not support an extension of the right of exit to all shareholders of the resulting (acquiring) company.

³⁵ See Art. 25, paragraph 1, L.D. (which grants the right of exit whether the shareholders of the Italian merged company acquire shares in the company resulting from the merger which is governed by the law of another Member State) and Art. 44, paragraph 1, L.D. (which grants the right of exit whether the shareholders of the Italian company being divided acquire shares in the recipient companies which is governed by the law of another Member State).

³⁶ Consider the difference between Arts. 2437 and 2473, paragraph 1, Italian c.c.

³⁷ Recital 19.

The provisions of the Directive are consistent with the time limit set out in Art. 25, paragraph 2, LD (which also applies to conversion and division), whereby withdrawal must be exercised within fifteen days from registration in the register of companies of the resolution from which the right of exit arises or within thirty days from the approval of the same resolution³⁸.

Member States must ensure that the company provides an electronic address to which this declaration may be sent electronically, so this excludes any other tools of communication.

As a result of exercising this right, the member must receive “adequate cash compensation”. Such compensation must be provided for in the draft terms of the operation (Arts. 86i.i, 122.m, 160d.p, Dir.).

The adequacy of compensation must be assessed by an independent professional report taking into account any market price of the company’s shares prior to the announcement of the proposed operation or the value of the company, excluding the effect of the proposed operation, as determined following generally accepted valuation methods (Arts. 86f.2, 125.3 and 160f.2, Dir.)³⁹. Quite obviously, this procedural requirement also strengthens the effectiveness of the protection offered to members by the right to exit the company, thanks to the assessment of the adequacy of cash compensation being entrusted to a person meeting adequate professional and independence standards⁴⁰.

In this regard, the valuation methods used to determine the cash compensation cannot be the same as those used for determining the share exchange ratio within the merger or the division. Different valuation methods for calculating the share exchange ratio and the cash compensation are necessary because a shareholder who disagrees with the cross-border operation, thus rejecting the share exchange ratio and deciding to exit the company, cannot benefit from the corporate restructuring operation with which he disagrees. Therefore, the positive impact of the cross-border operation on share value must be neutralized and not be taken into account by the valuation methods used to determine the cash compensation. This is the principle of “prohibition against post-acquisition gains”⁴¹. This principle is provided by the above-mentioned Arts. 86f.2, 125.3, and 160f.2, Dir. on the independent professional report.

Compensation must be paid to the member within a period to be determined by

³⁸ Consider also Art. 2437-*bis*, paragraph 1, of the Italian Civil Code, whereby withdrawal must be exercised within fifteen days from registration in the register of companies of the resolution from which the exit right arises or within thirty days from the fact other than the resolution.

³⁹ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 2), 149 ff.

⁴⁰ M. WINNER, (nt. 9), 70.

⁴¹ M. VENTORUZZO, (nt. 27), 70-71; M. WYCKAERT, K. GEENS, (nt. 8), 293; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 991.

the Member States, which may not exceed two months from the effective date of the operation (Arts. 86i.3, 126a.3, and 160a.3, Dir.).

As far as the determination of the compensation is concerned, Italian law seems to be compliant with the rules of the European Directive relating to the person who has to assess its adequacy but not as regards the assessment criteria.

Under Art. 25, paragraph 5, L.D., the directors determine the compensation after hearing the opinion of the supervisory board or the person entrusted with the auditing⁴². Therefore, the opinion of the former or of the latter seems to correspond to the one by the professional provided for in the Directive. Furthermore, Art. 22, paragraph 4, L.D. provides for an opinion about the adequacy of cash compensation in the professional report pursuant Art. 2501-*sexies* Italian Civil Code. Therefore, Italian legal system provides for a higher effectiveness of the protection offered to shareholders by the right to exit the company due to the double experts opinion concerning the cash compensation for withdrawing shareholders.

Furthermore, pursuant Art. 25, paragraph 5, L.D. the compensation is determined taking into account the company's assets value, its profitability prospects, as well as the market value, if any, of the shares⁴³. This kind of criterion does not seem compliant with the one provided by the Directive and, particularly, with the above-mentioned principle of "prohibition against post-acquisition gains". If the compensation should include the profitability prospects of the company, shareholders could benefit from the cross-border operation with which he does not agree.

C. The effects of exercising the right of exit.

Unlike the proposal for the Directive⁴⁴, the final version does not indicate to whom the shares may be sold, nor does the Directive explicitly provide for who should pay the compensation to the members.

Based on Recital 14 – which mentions "the offer of cash compensation made by the company to those members who wish to exit the company" – such compensation would seem to be payable by the company. However, it is accepted that

⁴² The same rule applies also to the conversion (s. Art. 9 L.D.) and the division (s. Art. 44, paragraph, 2, L.D., which refers to the rules for exit provided by the Italian Civil Code, pursuant to which the compensation is determined by directors (Art. 2437-*ter*, paragraph 2).

⁴³ The same rule applies also to the conversion (Art. 9 L.D.) and the division (Art. 2437-*ter*, paragraph 2, Italian Civil Code).

⁴⁴ Art. 126.a.2 of the Proposed Directive mentioned that shareholders entitled to exercise the right of exit could dispose of their shares in consideration of adequate cash compensation to one or more of the following categories of persons: "(a) the merging companies concerned; (b) the remaining members of the merging companies concerned; and (c) third parties in agreement with the merging companies concerned".

national laws may provide for the purchase by shareholders or third parties, thus alleviating the effects on the company's assets of the right of exit and the risk for creditors of exercising such a right⁴⁵. So, we can claim that the Directive provides for a compulsory purchase contract for the company: a mandatory purchase as a consequence of the withdrawing member's decision⁴⁶.

On the contrary, in relation to the general right of withdrawal Italian law provide the shares held by the withdrawing member must be offered in priority to the other members or third parties. After that, if there are no shareholders or third parties interested in buying the shares held by the withdrawing member, the company may purchase them. Finally, if the company does not have enough profits, the reduction of the share capital or the dissolution of the company should be implemented (Art. 25 L.D. and Art. 2437-*quater*, Italian Civil Code). A similar solution is provided by Spanish law regarding shareholder's right to exercise the withdrawal to obtain the value of the shares held. To pay this, the company can either decrease its legal capital or purchase the shares held by its member without changing the amount of legal capital⁴⁷.

The payment of cash compensation as an obligation only by the merging company results in significant risks to it, as it leads unavoidably to a cash outflow⁴⁸.

Consequently, if the company lacks of the financial funds to pay the compensation to the withdrawing shareholders due to the high numbers of these ones, the company's only choice is to cancel the decision regarding the cross-border operation and, as a consequence, the right of withdrawal by the dissenting shareholders. Namely, acquiring/divided/converting company can avoid the negative impact on its financial situation by making the cross-border merger/division/conversion conditional upon a sufficient number of shareholders not to make use or to waive their right of exit. Although not mentioned by the Directive, such a provision could be adopted by national law implementing this one⁴⁹, since similar rules are already provided for, as mentioned, in some legal systems concerning the shareholder's right of withdrawal.

Again in this case, however, the interest of minority shareholders is protected by the function of the right of withdrawal as a bargaining tool between majority and minority members.

⁴⁵ J. PULGAR EZQUERRA, (nt. 26), 18; J. SCHMIDT, (nt. 3), 22 ff.; M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 4), 160 ff.

⁴⁶ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 4), 158 e 160; J. SCHMIDT, (nt. 3), 256.

⁴⁷ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 4), 158; J. PULGAR EZQUERRA, (nt. 26), 19; A. PÉREZ TROYA, (nt. 4); A.N. NAVARRO PÉREZ, *El derecho de separación en la fusión transfronterizas intracomunitaria como instrumento de protección del socio minoritario*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2020.

⁴⁸ M. WINNER, (nt. 10), 71; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 991.

⁴⁹ ECLE, (nt. 5), 210; V. KNAPP, (nt. 10), 67.

D. *The claim for an additional cash compensation.*

Any member who has exercised the right of exit may challenge the adequacy of the compensation offered by claiming complementary compensation to the authority designated by national law (Arts. 86i.4, 126a.4, 160i.4, Dir.). The Directive's proposal provided that this authority had to be a Court, whereas Recital 20 of the final version of the Directive provides that it may also be an administrative authority or an arbitral tribunal. The final version of Directive 2019/2121 adopts a wider approach than the one proposed whose rationale is probably to avoid long and costly litigation.

As already mentioned, Italian law stipulates that the court can appoint an independent expert in the event of the liquidation value is challenged by one or more shareholders (Art. 25, paragraph 6, L.D.)⁵⁰.

The time limit for the complaint must also be set by the Member States, as well as the possible *erga omnes* obligation of the decision on the complaint, i.e., towards all members who have exercised their right to exit the company (Arts. 86i.4, 126a.4, 160i.4, Dir.). However, recognition of this *erga omnes* obligation has a disadvantage: it unpredictably increases the company's costs (the risk of cash outflow) in the case of exercising the right of exit. On the other hand, the *erga omnes* effect obliges the company to offer adequate compensation from the outset as required by the Directive, so as to avoid that risk⁵¹. Furthermore, if the compensation is very advantageous to members, they may be prompted to vote against the operation in order to acquire the right thereto following the exercise of their right to exit the company⁵².

E. *Adequacy of the cash compensation.*

Pursuant to above-mentioned Art. 86i.4, Art. 126a.4 and Art. 160i.4, Dir. shareholders are entitled to claim additional cash compensation when they consider the cash compensation offered by the acquired/divided/converted company to be inadequately set. Such a provision implies determining when the cash compensation can be deemed adequate, because the Directive does not define directly this term. Law scholars consider this word could mean that cash compensation must include the entire value of the shares⁵³. An indirect indication of the criteria to be considered in

⁵⁰ This provision is very similar to Art. 2437-ter, paragraph 6, of the Italian Civil Code, whereby "In the event of a challenge [to the value attributed to the shares] ... be made at the same time as the declaration of withdrawal, the value of compensation shall be determined within ninety days of the exercise of the right of withdrawal by a sworn report produced by an expert appointed by the Court".

⁵¹ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 4), 149 ff.

⁵² A. PÉREZ TROYA, (nt. 4).

⁵³ M. WINNER, (nt. 10), 64.

setting cash compensation can be derived from Art. 86f.2, Art. 125.3, and Art. 160f.2, Dir., pursuant to which “the expert shall consider any market price of the shares”.

The Directive grant shareholders with the right to challenge the adequacy of cash compensation notwithstanding i) “the calculation of the offer of cash compensation should be based on generally accepted valuation methods”; ii) cash compensation, and the method used to determine it shall be examined in the section of the report of the administrative or management body for shareholders (Arts. 86e.3, 123.3.a, 160e.3.a, Dir.); iii) the independent expert’s report shall include their opinion as to whether the cash compensation is adequate (Arts. 86f.2, 125.3, 160f.2, Dir.).

Pursuant to Art. 86f.2.a, Art. 125.3 and Art. 160f.2.a, Dir. the expert report shall at least indicate the method or methods used to determine the proposed cash compensation. Such a provision seems to have the function of making it easier for shareholders to exercise their right to challenge the proposed cash compensation: the description of the method used to determine the cash compensation allows shareholders to evaluate whether it has been or does not have been adequately set. Quite obviously, therefore, this procedural requirement also strengthens the effectiveness of the protection offered to members by the right of exit, thanks to the assessment of the adequacy of the cash compensation being entrusted to a person meeting suitable professional and impartial standards⁵⁴. As already explained, a preliminary expert opinion about the adequacy of cash compensation is also provided by Italian law, as that compensation must be determined by the directors with the opinion of the supervisory board or person entrusted with the auditing. Furthermore, this kind of opinion must also be contained in the expert opinion pursuant to Art. 2501-*sexies* Italian Civil Code.

The right for additional cash compensation complements the right of exit. However, on the other hand, it results in cash outflow liquidity risks for companies in addition to the ones deriving from the right of exit. Such risks are however limited by the broad discretion given to Member States with regard to the *erga omnes* obligation, the time limits, and costs by declaring the right of exit or claiming additional cash compensation⁵⁵.

Moreover, cost rules for these proceedings fall within the scope of national law. For some legal scholars, the cost rules could have a certain impact on the willingness of shareholders to exercise their rights to challenge the proposed cash compensation. If the costs are to be borne by the company, shareholders would be

⁵⁴ M. WINNER, (nt. 10), 70.

⁵⁵ M. WINNER, (nt. 10), 70; T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 996, who states that one side-effect of this broad discretion might be the great legal diversity among Member States in exercising the right to claim additional cash compensation.

encouraged to exercise these rights. If the costs are to be borne by shareholders, they would be discouraged from exercising these rights⁵⁶.

4. *The right to dispute the exchange ratio.*

Only in the case of cross-border mergers and divisions does the Directive allow *members who did not have or did not exercise the right to exit the company* to dispute the exchange ratio they consider inadequate and claim a complementary cash payment (Arts. 126a.6 and 160i.6). This is a protection tool already provided by Directive 2017/1132 for mergers and which finds its origin in German law⁵⁷.

This provision limits the application of the right to dispute the exchange ratio to members *i)* who do not have the right to exit the company pursuant the Directive and to which a Member State decide not to extend such a right; *ii)* who do not exercise it: the shareholders who chose to participate in the cross-border merger/division and to remain members of the acquiring company, to become shareholders of the resulting company, to remain members of the divided company, or to become members of the recipient companies⁵⁸. However, given that the aim of the Directive is only to provide a minimum level of protection, national laws may provide that all shareholders can choose whether to opt for the protection of their right to exit the company or for the protection deriving from the right to dispute the exchange ratio, bearing in mind that the protections deriving from the first or second right are different and alternative⁵⁹.

Voting against the operation is not a prerequisite for the right to dispute the exchange ratio, so members are not required to act in this way in order to maintain this remedy⁶⁰. Such a solution is justified by the Directive's intention to remove barriers – also with regard to member protection – to cross-border operations.

Italian law grants shareholders the right to obtain a complementary cash payment in the event that they consider the exchange ratio inadequate when they *i)* have not voted for the cross-border operation and *ii)* have not exercised the right of exit (Arts. 26 and 45 L.D.). While the latter rule is the same provided by the Directive, the first prerequisite does not seem to comply with this one, as it results in a reduction of shareholders' protection below Directive's minimum threshold.

The Directive does not clarify who is required to make the complementary cash payment, nor, in the event of exercising the right to exit the company, who is

⁵⁶ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 996; ECLE, (nt. 5), 211.

⁵⁷ See §15 and §122h, *Abs. 1, German Transformation Act*.

⁵⁸ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 998.

⁵⁹ A. PÉREZ TROYA, (nt. 4).

⁶⁰ M. WINNER, (nt. 10), 65.

required to pay cash compensation to the members. This problem does not arise in the case of a merger, since at the end of the operation there is only one company left. It arises, instead, in the case of a division. In the case of a non-proportional division – where the members of the company being divided receive shares in some of the newly created recipient companies, but not in others, or shares in the recipient companies to an extent not identical to those held in the company being divided – the claim should be made against the company that received excess assets⁶¹. Such a rule is implemented also in Italian law, where the debt for the complementary cash payment is a joint and several liability of the company being divided and of the recipient companies that received excess assets (Art. 45, paragraph 2, Italian Civil Code).

Member States may also establish that the company – e.g. the company resulting from the cross-border merger or the divided or recipient companies – may provide for compensation by allocating shares or another compensation *in lieu* of cash (Arts. 126a.7, 160i.7, Dir.). The latter solution minimizes the outflow of money from the company's estate, preserving the interest of the company's creditors, and avoiding liquidity risk for the company which must make the complementary cash payment⁶².

On this point, the proposal for the Directive provided that the choice of compensation had to be made by the member. The final version of the Directive, instead, is silent about who could submit this request. Therefore, it seems that both the shareholders and the merging/divided/recipient companies could submit this request, but the competent authority could also take this decision alone without any such request by the shareholders or the companies⁶³.

Apart from shares, Arts. 126a.7 and 160i.7 Dir. refer also to “other compensation”. This gives additional flexibility to companies to use other national law mechanisms capable of compensating shareholders, like bonds⁶⁴.

The competent authority's decision on the dispute in question is binding on the company resulting from the cross-border merger, as well as on the recipient companies in the case of a division and, if the division is partial, also on the company being divided.

Italian law does not provide for any possibility that can avoid liquidity risk for the company which have to do the complementary cash payment.

This right is linked to the Directive's provision whereby the general meeting's decision on the operation may not be challenged on the sole ground that the exchange ratio is inadequate (Arts. 86h.5, 126.4 and 160h.5). Therefore, the Di-

⁶¹ M. WINNER, (nt. 10), 66.

⁶² M. WINNER, (nt. 10), 67; J. SCHMIDT, (nt. 3), 259; E.N. TRULI, (nt. 10), 43.

⁶³ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 999.

⁶⁴ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 1000.

rective replaces invalidity protection with compensation protection for the members, providing that no shareholder disputes the cross-border merger or division on the grounds of an inadequate exchange ratio⁶⁵. Those members who have the right to exit the company (e.g., members of the company being acquired) may exercise it or, alternatively, dispute the exchange ratio. Those members who do not have the right to exit the company (e.g., members of the acquiring company) will only have the right to dispute the exchange ratio. Furthermore, exercising this right does not prevent the registration, nor the completion of the cross-border merger/division⁶⁶. All these rules are intended to promote the realisation and the stability of cross-border operations, providing tools for the protection for shareholders that do not affect adversely this aim.

The member protection under Italian law is not dissimilar in the event of a domestic merger where an incongruous exchange ratio is determined. The latter is a ground for invalidating the operation. However, since the operation cannot be held invalid once it has become effective (Art. 37, paragraph 1, L.D.), the member has only the right to claim compensation for the damage suffered⁶⁷.

Member States may also provide that the decision on the exchange ratio dispute takes effect *erga omnes*, i.e., towards all members who did not have or exercise the right to exit the company. This choice complies with the principle of equal treatment of all shareholders⁶⁸. On the other hand, this provision might allow free-riding by shareholders who did not exercise their right to challenge the share exchange ratio and might result in a significant liquidity risk. “This liquidity risk is probably even greater than the liquidity risks of the right of exit and of the claim for additional cash compensation, because it concerns a larger group of persons, the majority, not the minority, of shareholders, having approved the cross-border operation”⁶⁹.

⁶⁵ A similar provision is set out in the *German Transformation Act*, §14, *Abs. 2*, referred to cross-border mergers by §122h.

⁶⁶ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 1001.

⁶⁷ The rule of the Art. 37, paragraph 1, L.D. for cross-border mergers is the same as the one provided by Art. 2504-*quater* for domestic mergers. Legislative decree 19/2023 does not provide a similar provision for cross-border divisions, so Art. 2506-*ter*, paragraph 5, Italian Civil Code for domestic divisions must be applied also to the first kind of operation.

⁶⁸ J. SCHMIDT, (nt. 3), 259.

⁶⁹ T. PAPADOPOULOS, (nt. 2), 1000.

5. Further instruments for member protection.

A. Information.

In addition to the above-mentioned instruments for shareholders' protection, the Directive provides for additional procedural requirements in cross-border operations to safeguard their interests.

The first is the management body's report to the members. In the case of a conversion, it must be drawn up by the directors of the company being converted (Art. 86e); in the case of a merger, by the administrative body of each company taking part in the operation (Art. 124); and in the case of a division, by the administrative body of the company being divided (Art. 160e).

The report is not required where all the members have agreed to waive that requirement.

In the common section, the report must explain the legal and economic aspects of the cross-border operation, as well as the implications for employees and the company's future business.

In the section for members, the report must illustrate:

- a. the cash compensation and the method used to determine it;
- b. the implications of the cross-border operation for members;
- c. the rights and remedies available to members in accordance with Articles 86i, 126a, 160i;
- d. for mergers and divisions, the share exchange ratio and the method(s) used to determine that exchange ratio, if applicable⁷⁰.

In addition to the information contained in the report, the Directive provides for another information instrument for members, namely the independent expert report: the expert must assess the adequacy of the exchange ratio in the case of mergers and divisions. Furthermore, in all extraordinary operations, the expert must give an opinion – as state above – on the adequacy of the cash compensation offered to the member exercising the right to exit the company⁷¹. This report is not required if all the shareholders have so agreed.

This is a particularly important tool for the protection of minorities since it is intended to avoid the risk of errors by management as well as the opportunism of controlling members in determining the exchange ratio⁷².

The expert report must be made available to members not less than one month

⁷⁰ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 3), 149 ff.

⁷¹ The expert shall be entitled to obtain from the company all information necessary for the discharge of his or her duties: Art. 86 *septies*.2.

⁷² S. GILOTTA, (nt. 14), 22; M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, (nt. 3), 149 ff. and Recital 14.

before the date of the general meeting called to approve the operation. The administrative body's report must be made available to members no less than six weeks before the date of the general meeting called to approve the operation.

Protection through information was already the main instrument of member protection under Directive 2017/1132. Specifically, minority members were protected through their right to vote on the cross-border merger and through requirements intended to ensure the expression of an informed vote⁷³.

Both the management body report and the expert report are procedural requirements provided for member protection under national legal systems in Arts. 7, 21, 42 on the one hand, and in Arts. 22, paragraph 4 and 42 L.D.⁷⁴, on the other.

In many respects, similar rules are laid down in the *German Transformation Act*: §8 and §12 (with §122e and f referring to cross-border mergers) that provide for both the directors' and the auditors' reports on the operation.

B. Majorities for operation approval.

Another procedural instrument for protecting members can be found in the provision of enhanced majorities for the approval of operations.

In this respect, the Directive establishes that "Member States shall ensure that the approval of the draft terms of the cross-border conversion/division, and of any amendment to those draft terms, requires a majority of not less than two thirds but not more than 90% of the votes attached either to the shares or to the subscribed capital represented at the general meeting. In any event, the voting threshold shall not be higher than that provided for by national law for the approval of cross-border mergers" (Arts. 86h.3, 160h.3).

High majorities make it more difficult for majority members to approve the operation and thus give the minority a blocking power. This power can be used as an instrument to negotiate better terms for the operation⁷⁵.

C. The ex ante control of operations

All extraordinary cross-border operations must be scrutinized *ex ante* with regard to their compliance with the law of the departure Member State (for the conversion), of the Member State of the merging company (for the merger) or of the

⁷³ See M. LUTTER, W. BAYER, J. SCHMIDT, (nt. 3), 22.140, for further references; J. SCHMIDT, (nt. 3), 222 ff.

⁷⁴ In Italy, Arts. 2501-*quinquies* and 2501-*sexies* (referred to by Art. 2506-*ter* for divisions) of the Italian Civil Code provide for the directors' report and the expert's report on the adequacy of the exchange ratio, respectively.

⁷⁵ S. GILOTTA, (nt. 14), 22.

Member State of the company being divided (for the division). In such a case, the competent authority – i.e. a court, a notary public, or other authority – has to issue a certificate on the “compliance with all relevant conditions and the proper completion of all procedures and formalities in that Member State” (Arts. 86m.1, 127.1 and 160m.1, Dir.).

This instrument is also intended to strengthen the protection of those members involved in the cross-border operation, as it can be used to prevent possible detrimental effects on their rights, e.g., in the event that the exchange ratio has been inadequately determined on the basis of false accounting yet has not been disputed by any member.

This procedural step is provided by Italian law: if the company resulting from the cross-border conversion/merger or the recipient company is regulated by Italian law, the notary shall control the legality of the implementation of the transformation through the issuance of the appropriate certificate.

Finito di stampare nel mese di gennaio 2024
nella LegoDigit s.r.l. – Via Galileo Galilei, 15/1 – 38015 Lavis (TN)

Servizio di stampa ad uso privato

